

15 de abril de 2021

## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Superintendência de Desenvolvimento de Mercado – SDM

Rua: Sete de Setembro, 111, 23º andar

CEP 20050-901 – Rio de Janeiro – RJ

Ref.: Contribuição à Audiência Pública SDM Nº 08/20  
(“Audiência Pública”)

Prezados Senhores,

O escritório de advocacia Vieira Rezende e Guerreiro Advogados vem, em referência ao Edital de Audiência Pública SDM Nº 08 /20 (“Edital”), submeter à Comissão de Valores Mobiliários (“CVM”) seus comentários à minuta (“Minuta”) de Resolução que disciplinará *“a constituição, o funcionamento e a divulgação de informações de fundos de investimento, bem como a prestação de serviços para os fundos”* (“Resolução”).

Em primeiro lugar, parabenizamos a CVM pelo esforço empregado na elaboração da Minuta, que já contém relevantes avanços – em comparação com a regulação atualmente vigente – para tornar o instituto dos fundos de investimento mais funcional e seguro. Foi bastante perceptível – e é digna de aplausos – a preocupação da autarquia em atender a postulações correntes entre os agentes econômicos. A Audiência Pública inicia-se, portanto, de um ponto de partida já bastante sólido.

Temos, ademais, acompanhado as discussões do mercado a respeito de pontos da Minuta que mereceriam reflexões adicionais e possíveis aprimoramentos. Não é nossa intenção reprisar esses pontos, que decerto constarão de sugestões de entidades de mercado de grande representatividade (como a Anbima). Procuramos, assim, deixar os temas mais comentados (classes de cotas, limitação de responsabilidade, insolvência etc.) de fora das nossas contribuições. Trouxemos, por outro lado, alguns itens adicionais, que, em nossa opinião, pelo que temos visto, têm ficado de fora dos fóruns de discussão sobre a Minuta.

Nossas sugestões seguem numeradas abaixo:

RIO DE JANEIRO | Av. Presidente Wilson, 231, 18º andar | RJ  
20030 021 | tel. +55 21 2217 2888 | fax +55 21 2217 2887

SÃO PAULO | Av. Brigadeiro Faria Lima, 3355, 24º andar | SP  
04538 133 | tel. +55 11 3704 3999 | fax +55 11 3704 3960

BRASÍLIA | SCN QD4 BL B Ed. Centro Emp. Varig, SL 1232 | DF  
70714 020 | tel. +55 61 3533 7135 | fax +55 61 3533 6464

## 1) DEFINIÇÃO DE “REGULAMENTO”:

### Sugestões:

. Alterar o art. 2º, XXIX:

“XXIX – regulamento: é o documento que rege a constituição e o funcionamento do fundo de investimento, que determina como serão aplicados os recursos dos investidores, e que contém, no mínimo, as disposições obrigatórias previstas nesta Resolução”

. Alterar o art. 44, § 1º, I:

“I – identificação, qualificação e obrigações dos prestadores de serviço essenciais, com informação sobre os seus registros na CVM”;

### Justificativa:

Como se sabe, o regime jurídico dos fundos de investimento é estabelecido, substancialmente, pela regulamentação da CVM – e a Lei da Liberdade Econômica, embora tenha acrescentado alguns dispositivos sobre o tema na Lei (em sentido estrito), não alterou esse quadro. Muitas vezes, porém, essa regulamentação não conceitua os institutos, partindo do pressuposto de que os operadores do Direito que o aplicarão (tradicionalmente, apenas a CVM e outros órgãos habituados à disciplina do mercado de capitais) conhecem a sua natureza e as suas características. No cenário atual, porém, cada vez mais, as normas da CVM sobre fundos de investimento têm sido aplicadas e interpretadas por uma série de autoridades não especializadas (incluindo o Poder Judiciário, tribunais arbitrais, o Ministério Público, tribunais de contas etc.), que são levadas, dentro de suas esferas de atuação, a analisar e muitas vezes *judgar* questões relacionadas ao tema<sup>1</sup>.

Dois pontos, em especial, sempre nos chamaram a atenção, a respeito de como as autoridades de outras esferas tinham/têm dificuldade de extrair, das normas da CVM, o real significado de alguns institutos bastante basilares do regime jurídico dos fundos de investimento. O primeiro deles diz respeito ao papel do

---

<sup>1</sup> Exemplos mais sintomáticos desse fenômeno talvez tenham sido a CPI dos Fundos de Pensão (cujo relatório final data de 2016) e a Operação Greenfield, do Ministério Público Federal, que investigaram investimentos de entidades fechadas de previdência complementar em fundos de investimento diversos – e que analisaram e proferiram juízos de valor sobre os deveres e responsabilidades de seus cotistas e prestadores de serviço. Acrescente-se, ainda, uma recente proliferação de processos judiciais e arbitragens envolvendo essas mesmas questões.

gestor. Decerto, na regulamentação vigente, o gestor é tratado como um prestador de serviço secundário, o que faz com que a sua proeminência, bem como a extensão de suas atribuições, não seja compreendida por aquele “público” não especializado. Entendemos, contudo, que esse “problema”, especificamente com relação ao gestor, já foi bem endereçado na Minuta, ao erigi-lo a “prestador de serviço essencial”.

O segundo ponto diz respeito ao que constitui o regulamento de um fundo. Muitas vezes, fora do âmbito da CVM, sustenta-se, de forma equivocada, que o regulamento seria documento destinado apenas ao cumprimento de uma *formalidade* para fins da criação de um fundo de investimento. Nesse sentido, não foram raras as vezes em que nos deparamos com alegações, na esfera cível, que procurassem flexibilizar a obrigatoriedade de cláusulas regulamentares, como se elas não possuíssem valor contratual e mais se aproximassem de disposições *cadastrais*. Já nos deparamos, inclusive, com gestores e administradores que, em litígios judiciais ou arbitrais, negassem o fato de que o regulamento disciplinaria os seus deveres e obrigações. Nesse sentido, parece-nos que a definição de regulamento que consta da Minuta (que menciona tratar-se do documento que rege a “constituição” do fundo – sem mencionar o seu “funcionamento”) pode dar azo a esse tipo de alegação.

Assim, no mesmo espírito que a Minuta atribuiu ao gestor papel normativo mais condizente com o que aquela figura representa na prática da indústria, entendemos que a definição de “regulamento” poderia ser aprimorada, para facilitar a compreensão, pelos demais operadores do Direito – fora do âmbito da CVM e demais órgãos e entidades especializados em mercado de capitais –, da centralidade desse documento para o regime jurídico dos fundos de investimento. Parece-nos oportuno, assim, que a definição de “regulamento”, bem como a enumeração de seus elementos, contenha referência expressa ao fato de se tratar de documento que rege o “funcionamento” do fundo – não só a sua “constituição” –, assim como a responsabilidade de seus prestadores de serviço essenciais.

## 2) CONVENÇÃO DE ARBITRAGEM:

### Sugestões:

. Acrescentar os seguintes parágrafos ao art. 44:

“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:

(...)

§ 2º Caso o fundo conte com diferentes classes de cotas:

(...)

II – os anexos que disciplinam as classes de cotas devem dispor sobre as matérias constantes dos incisos III, VI, VIII a XIX, XXI, XXII e XXIII do § 1º, sendo que, no que se refere ao inciso XIII, devem dispor somente acerca das despesas que sejam exclusivas das classes a que se referirem.

(...)

§ 4º o regulamento poderá conter convenção de arbitragem, aplicável, salvo disposição em contrário, ao fundo, seus cotistas e prestadores de serviço essenciais.

§ 5º caso o regulamento de fundo de investimento fechado seja alterado para incluir cláusula compromissória, os cotistas que não tiverem votado favoravelmente àquela inclusão terão direito de resgatar as suas cotas, pelo valor que estiverem avaliadas na data da deliberação, que poderá ser pago no prazo que estabelecer o regulamento.

. Acrescentar o seguinte parágrafo ao art. 17:

“§ 4º caso o regulamento do fundo ou o anexo da classe contenha convenção de arbitragem, essa informação deverá constar em destaque da lâmina”.

. Acrescentar o seguinte inciso ao art. 28:

“Art. 28. Por meio de um termo de adesão e ciência de risco, ao ingressar no fundo todo cotista deve atestar que:

(...)

III – caso o regulamento do fundo contenha convenção de arbitragem, concorda expressamente com essa disposição, devendo o termo de adesão conter o exato teor da cláusula compromissória, em negrito, seguida da expressão “de acordo” e de campo para o cotista apor a sua assinatura ou

visto especificamente com relação àquela cláusula, independentemente de sua assinatura ao final do documento”.

. Acrescentar, no capítulo referente às “Disposições Finais e Transitórias”, artigo com o seguinte teor:

“Art. XX. Os fundos de investimento existentes na data da entrada em vigor desta Resolução ficam dispensados da obrigação de incluir, em seus regulamentos, o que disposto no art. 44, XXIII, desta Resolução”.

Justificativa:

Cada vez mais, a arbitragem tem sido utilizada como método para resolução de conflitos envolvendo fundos de investimento. A própria norma que regulamenta os FIPs, como se sabe, estabelece, como requisito para determinada sociedade receber investimentos do fundo, que o seu estatuto contenha cláusula compromissória (ICVM 578/2016, art. 8º, IV) – a denotar que a CVM reconhece que o recurso à arbitragem corresponde às melhores práticas de governança corporativa.

Na medida em que se está na seara dos “direitos patrimoniais disponíveis”, não há dúvida de que é lícito que tanto investidores como prestadores de serviço estabeleçam que os litígios entre eles serão resolvidos por arbitragem. Todavia, parece oportuno que a Resolução preveja que, por uma questão de transparência e segurança jurídica, a arbitragem deve decorrer de cláusula prevista *no regulamento* do fundo – o que consolida a centralidade e unicidade do regulamento como documento que rege todos os aspectos do fundo de investimento.

Também parece oportuno – até mesmo para evitar discussões sobre constitucionalidade (*em especial, com relação a cotistas que não quiserem se submeter à aplicação da cláusula inserida no regulamento posteriormente ao seu ingresso no fundo*) –, estabelecer mecanismo similar àquele previsto no art. 109, § 3º, da Lei nº 6.404/1976, atribuindo-se, ao cotista que não tiver votado favoravelmente à inclusão da cláusula compromissória, o direito de resgatar suas cotas do fundo (caso se trate de fundo fechado, eis que, em fundos abertos, essa possibilidade já existiria em qualquer situação).

Todavia, não parece razoável que esse direito outorgado ao cotista “dissidente” se aplique para os fundos que, na entrada em vigor da Resolução, não possuam cláusula arbitral ou de eleição de foro e cujos regulamentos sejam

alterados *apenas para se adequar à nova norma*. Por isso, sugere-se que esses fundos fiquem dispensados dessa obrigação.

Além disso, a extensão da cláusula compromissória constante do regulamento do fundo, bem como a sua aplicabilidade aos cotistas sujeitam-se a controvérsias na prática arbitral e judicial, o que também recomenda o acréscimo das demais disposições sugeridas.

Por certo, em primeiro lugar, a Lei de Arbitragem estabelece que cláusulas compromissórias inseridas em contratos de adesão só vinculam a parte aderente se ela tiver a iniciativa de instaurar a arbitragem ou se ela tiver manifestado a sua concordância com a convenção de arbitragem, “desde que por escrito em documento anexo ou em negrito, com a assinatura ou visto especialmente para essa cláusula” (Lei nº 9.307/1996, art. 4º, §2º).

Uma vez que o cotista não participa da elaboração do regulamento – e que, ao ingressar no fundo, ele *adere* aos termos daquele documento –, é razoável a interpretação de que, na ausência de tal formalidade, por se tratar de “contrato de adesão”, ele não estaria vinculado à cláusula compromissória. Note-se, ademais, que a Lei de Arbitragem não restringe a aplicação daquele dispositivo a quem seja hipossuficiente: pela sua literalidade, ele também se aplica, em princípio, a partes aderentes a contratos comerciais (o que incluiria, portanto, investidores qualificados e profissionais).

Para contornar esse possível problema e evitar qualquer tipo de discussão a respeito da vinculação do cotista a eventual convenção de arbitragem constante do regulamento, parece recomendável, portanto, que os termos de adesão que os cotistas assinam ao ingressar no fundo observem os requisitos do art. 4º, § 2º, da Lei de Arbitragem. Daí a nossa sugestão de inclusão do inciso III ao art. 28 da Minuta.

Em segundo lugar, com relação à extensão da convenção de arbitragem, existe uma controvérsia em matéria societária a respeito da aplicabilidade, de cláusulas compromissórias constantes de estatutos social, aos administradores da sociedade, *especialmente nas hipóteses em que a cláusula não faça referência expressa à sua aplicação a essas figuras*. Apesar de fundos de investimento e sociedades não serem equiparáveis – assim como não o são o gestor e o administrador de fundos, de um lado, e o administrador de sociedades, de outro –, já se viu, na prática, quem sustentasse a transposição daquele mesmo entendimento existente em matéria societária para o regime dos fundos de investimento, defendendo que cláusulas compromissórias de regulamentos de fundos só se aplicariam ao gestor e ao

administrador se houvesse referência expressa, em seus termos, àquelas duas figuras.

A nosso ver, esse entendimento é absolutamente incorreto, na medida em que (i) o administrador é quem institui o regulamento e (ii) o gestor, embora, na regulamentação vigente, não participe da elaboração do regulamento (o que está sendo alterado pela Minuta), é o principal destinatário das obrigações previstas naquele documento (notadamente, da política de investimento) e é quem exerce a prestação característica de um fundo de investimento (a gestão dos recursos dos investidores). Além disso, ao assumir o cargo, o gestor necessariamente se sujeita ao regulamento como um todo.

Parece óbvio, assim, que um investidor que aplica recursos em um fundo cujo regulamento contenha convenção de arbitragem tem a expectativa legítima de que, se os profissionais a quem a gestão daqueles recursos é confiada falharem com seus deveres, a sua responsabilidade (civil) será discutida em arbitragem.

Entretanto, parece recomendável que a Resolução deixe isso claro, para atribuir segurança jurídica e evitar aquelas discussões, que certamente frustram a expectativa de investidores e causam prejuízos à indústria. Daí a nossa sugestão para que a Minuta seja expressa no sentido de que, salvo disposição diversa, a convenção de arbitragem se aplica ao fundo, seus cotistas e prestadores de serviço essenciais (ou seja, a todo o complexo de relações jurídicas que decorre de um regulamento de fundo de investimento).

Note-se que, de acordo com a nossa sugestão, nada impede que o administrador e o gestor, não querendo se submeter à aplicação da convenção de arbitragem, estabeleçam essa circunstância expressamente – deixando explícito para os investidores que a arbitragem não valerá para os prestadores de serviço essenciais. O que se quer, porém, é evitar que se aproveitem do silêncio da cláusula a esse respeito para, no momento do litígio, escolher, de acordo com a sua conveniência, se querem ou não se submeter à arbitragem.

A cláusula sugerida também não impede que, em contrato com outros prestadores de serviço (além dos essenciais), seja estabelecida convenção de arbitragem – sempre havendo espaço para que isso seja determinado pela autonomia da vontade.

Por fim, embora a arbitragem, nos padrões atualmente vigentes no mercado, não nos pareça o método mais adequado para fundos ou classes que tenham as cotas distribuídas a investidores de varejo – tendo em vista os custos associados a essa via

jurisdicional –, entendemos que a norma não deveria restringir totalmente a liberdade das partes nesse particular, o que poderia gerar ineficiências. A solução para isso, a nosso ver, estaria mais no campo das recomendações de melhores práticas, tais como aquelas expedidas em nível autorregulatório – sem prejuízo da sugestão para que a lâmina dos fundos que contenham convenção de arbitragem destaque essa circunstância, a fim de garantir a plena ciência do investidor com relação aos seus termos.

Caso a CVM entenda diversamente, porém, poderia ser incluída, no artigo que estamos propondo para autorizar expressamente o estabelecimento de cláusula compromissória no regulamento, uma referência de que essa medida não é autorizada aos fundos ou classes cujas cotas sejam oferecidas ao público em geral.

### **3) FLEXIBILIZAÇÃO DE QUÓRUNS QUALIFICADOS:**

#### Sugestão:

. Acrescentar o seguinte parágrafo ao art. 71:

“Art. 71 (...)

§ 6º Cotistas que representem mais do que 5% das cotas do fundo poderão solicitar à SIN que, excepcionalmente, determine a flexibilização de eventual quórum qualificados previsto no regulamento, com relação às matérias específicas que apontarem, para que o quórum de aprovação de tais matérias passe a ser o ordinário, desde que demonstrem que:

I- em assembleia convocada para a respectiva votação e na qual aquelas matérias tenham sido rejeitadas, elas teriam sido aprovadas pelo quórum comum; e

II- o quórum qualificado previsto no regulamento é de muito difícil atingimento, considerando a comprovada pulverização das cotas daquele fundo e o comprovado padrão de absenteísmo de seus cotistas em assembleias gerais”

#### Justificativa:

Em alguns casos, chama-nos a atenção a dificuldade para que cotistas consigam atingir determinados quóruns qualificados previstos em regulamento, com relação à deliberação de matérias extremamente relevantes e muitas vezes cruciais ao fundo de investimento – sobretudo para determinar a substituição do administrador ou do gestor, em casos nos quais já se tenha perdido a fidúcia.

Isso parece especialmente grave nos fundos fechados, eis que a impossibilidade (fática) de alteração dos prestadores de serviço essenciais acarreta a obrigação de o cotista – inclusive eventual maioria insatisfeita com o administrador ou o gestor –, até o final do prazo de duração do fundo, ser obrigado a ter os seus recursos geridos por alguém em quem não confia.

Refletimos sobre a possibilidade de sugerir uma disposição que estabelecesse quórum rígido (e que, portanto, vedasse o estabelecimento de quórum qualificado) para a deliberação sobre substituição dos prestadores de serviço essenciais, mas achamos que isso poderia acabar gerando ineficiência e limitando, em grau indesejado, a autonomia da vontade.

Preferimos, então, no fim das contas, sugerir a inclusão de um mecanismo excepcional que permita, em circunstâncias nas quais essa necessidade se mostre evidentemente presente, que cotistas requeiram à CVM a possibilidade flexibilizar quóruns qualificados previstos em regulamento. A intenção é viabilizar uma “válvula de escape”, que supere impasses como aquele narrado acima. E como se trata de uma regra flexível, a ter a sua aplicação ponderada caso a caso, achamos que ela poderia se aplicar com relação a toda e qualquer matéria que se submeta, pelo regulamento, a quórum qualificado – não apenas àquela referente à substituição do gestor e do administrador.

#### **4) COMPOSIÇÃO DE MESA DE ASSEMBLEIA GERAL DE COTISTAS**

##### Sugestão:

. Incluir o seguinte artigo no Capítulo VII (“Assembleia de Cotistas”):

**“Art. XXX Os trabalhos da assembleia serão dirigidos por mesa composta, salvo disposição diversa do regulamento, de presidente e secretário, escolhidos pelos cotistas presentes, sem prejuízo dos deveres do administrador e gestor que decorrerem das normas e do regulamento”**

### Justificativa:

Entendemos que seria oportuna a inclusão do dispositivo sugerido acima, para eliminar a controvérsia de saber se as assembleias de cotistas de fundo de investimento, na falta de disposição expressa, devem ser dirigidas por indicados dos cotistas (como ocorre com sociedades anônimas) ou pelo administrador.

Considerando que, na assembleia, por vezes são discutidas matérias que envolvem interesses do administrador (aprovação de suas contas e até mesmo a sua possível substituição), entendemos que a regra geral, no silêncio do regulamento, deve ser a mesma vigente no regime das sociedades – ou seja, conclave dirigido por presidente e secretário indicados pelos cotistas.

Achamos, porém, que é importante adicionar um aposto ao texto do artigo “importado” da Lei das S.A., para deixar claro que o administrador e o gestor, a despeito de eventualmente não estarem dirigindo a assembleia, deverão estar presentes e exercer, durante o conclave, os deveres que a norma e o regulamento lhes impõem (por exemplo, para reconhecer cotistas em situação de conflito de interesses, conforme previsto na norma referente aos FIPs – ICVM 578, art. 31, § 3º).

## **5) LISTA DE COTISTAS**

### Sugestões:

. Incluir o seguinte artigo no Capítulo VII (“Assembleia de Cotistas”)

“Art. XX. O administrador deverá fornecer a qualquer cotista, desde que se destine à defesa de direitos e esclarecimento de situações de interesse pessoal ou do fundo, a lista de cotistas do fundo, omitidas as informações sobre a quantidade de cotas e seu respectivo valor, cabendo, no caso de recusa pelo administrador, recurso à Comissão de Valores Mobiliários.

Parágrafo único. É vedado ao cotista a quem for fornecida a lista de cotistas do fundo divulgá-la ou utilizá-la para quaisquer fins que não sejam aqueles apontados para fundamentar o seu pedido”.

Justificativa:

A falta de acesso dos cotistas à lista de cotistas do fundo é, muitas vezes, obstáculo quase intransponível para que cotistas de fundos de investimento se organizem na defesa de seus interesses. Ao passo que os administradores, na prática do mercado, frequentemente solicitam procurações de cotistas e a emissão de votos por escrito utilizando a lista de cotistas, os cotistas dos fundos não possuem a mesma possibilidade em função da falta de acesso à lista. Assim, cria-se uma situação de assimetria de informações entre o administrador e os cotistas, que dificulta que estes últimos se coordenem na defesa de seus interesses. A ressalva quanto à omissão do número de cotas e o seu respectivo valor justifica-se para afastar qualquer risco de que o fornecimento da lista de cotistas possa ferir o sigilo bancário.

## 6) CONFLITO DE INTERESSES

Sugestão:

. Incluir o seguinte inciso e parágrafo ao art. 74:

“Art. 74. Não podem votar nas assembleias de cotistas:

(...)

IV – o cotista que tenha interesse conflitante com o do fundo.

(...)

Parágrafo XXX. O cotista deve informar à mesa da assembleia, ao administrador, ao gestor e aos demais cotistas as circunstâncias que possam impedi-lo de exercer seu voto, nos termos do disposto no inciso IV do caput deste artigo, sem prejuízo do dever de diligência do administrador e do gestor em buscar identificar os cotistas que estejam nessa situação”

Justificativa:

Entendemos que seria oportuno que a norma geral aplicável a todas as modalidades de fundos de investimento incorporasse o regime de conflito de interesses vigente para os FIPs, que expressamente determina que o administrador e o gestor, dentro de suas esferas de atuação, deverão empreender os melhores esforços para identificar cotistas em situação de conflito de interesses, impedindo-os de votar e, com isso, assegurando a hígidez dos conchaves de cotistas e, portanto, o melhor funcionamento dos fundos de investimento.

**7) EMISSÃO DE “NOTA DE DÉBITO” PARA PAGAMENTO DE DESPESAS DO FUNDO DIRETAMENTE PELOS COTISTAS, SEM EMISSÃO DE NOVAS COTAS, MESMO EM FUNDOS COM PL POSITIVO**

Sugestões:

- Acrescentar o seguinte parágrafo ao art. 44:

“§ 10º O administrador poderá determinar a emissão de notas de débito, para pagamento das despesas do fundo diretamente por seus cotistas, a serem rateadas proporcionalmente à participação de cada um no fundo, sem emissão de novas cotas, mesmo que o fundo esteja com patrimônio líquido positivo, nas hipóteses em que seus ativos líquidos forem insuficientes para o custeio de obrigações vencidas ou vincendas no curto prazo, desde que:

I – essa possibilidade esteja expressamente prevista no regulamento do fundo ou no anexo referente a determinada classe de cotas e observe o eventual procedimento e as eventuais hipóteses específicas que o regulamento ou o anexo eventualmente imponha para a utilização desse mecanismo;

II – no caso dos fundos de investimento com limitação de responsabilidade, essa possibilidade, e as hipóteses nas quais ela se aplica constem expressamente, também, de boletim ou compromisso de investimento firmado por cada cotista previamente ou concomitantemente ao seu ingresso no fundo ou seja aprovada por cotistas que representem a unanimidade das cotas subscritas do fundo, reunidos em assembleia;

Justificativa:

Tem-se tornado corrente o problema envolvendo fundos que possuam patrimônio líquido (“PL”) positivo – situação que não deflagra, portanto, a obrigação de cotistas realizarem aportes para recomposição do PL –, mas que não disponham de recursos líquidos suficientes para fazer frente às suas obrigações presentes (e, muitas vezes, às obrigações correntes, como as taxas da CVM). Essa circunstância por vezes provoca impasse que impede, principalmente, o direcionamento de soluções para fundos que se encontrem em situação de *stress*.

A realização de aumento de capital, com emissão de novas cotas – a serem subscritas pelos cotistas atuais ou por outros investidores – nem sempre é viável. Muitas vezes, está-se tratando de fundos já em período de desinvestimento, incompatível, portanto, pelo menos sob a ótica da coerência, com a realização de novos investimentos. Além disso, por vezes os cotistas são entidades fechadas de previdência complementar ou entidades do regime próprio de previdência social, que possuem dificuldade de justificar, perante seus respectivos órgãos de controle, a subscrição de novas cotas em fundos problemáticos – eis que a subscrição de cotas é encarada, pelo menos por aquelas esferas de controle, como novos investimentos.

Sem ignorar esse problema, a CVM por vezes autoriza os administradores fiduciários a lançarem mão do procedimento da “nota de débito”, que consiste no rateio das despesas do fundo – mesmo daqueles que possuam PL positivo – diretamente por seus cotistas, sempre que o caixa do fundo não for suficiente para pagamento de suas obrigações. Recomenda-se, assim, que esse mecanismo passa a constar expressamente da regulação, a fim de lhe conferir previsibilidade – bem como para restringir as hipóteses de sua utilização no âmbito dos fundos com limitação de responsabilidade.

## **8) OBRIGAÇÃO DE O ADMINISTRADOR PROMOVER A CHAMADA DE CAPITAL, SEMPRE QUE O FUNDO ESTIVER COM O PATRIMÔNIO LÍQUIDO NEGATIVO**

### Sugestões:

. Inserir o seguinte capítulo, imediatamente antes do atual Capítulo XIII:

### **“CAPÍTULO XXXX – PATRIMÔNIO LÍQUIDO NEGATIVO SEM LIMITAÇÃO DE RESPONSABILIDADE**

**Art. XX. Caso verifique que o patrimônio líquido do fundo de investimento ou de uma classe de cotas está negativo e a responsabilidade dos cotistas não esteja limitada ao valor por eles subscrito, o administrador deverá, imediatamente, promover chamada de capital, dirigida a todos os cotistas, para que recomponham, na proporção de sua participação, o patrimônio líquido do fundo, além de imediatamente, em relação ao fundo ou à classe de cotas diretamente relacionada ao patrimônio líquido negativo, fechar para resgates e não realizar amortização de cotas e não realizar novas subscrições de cotas”.**

### Justificativa:

A Minuta estabelece as providências que devem ser tomadas pelo administrador, caso constate que determinado fundo *com limitação de responsabilidade* apresente patrimônio líquido negativo (art. 105). Nada diz, porém, com relação às providências que devem ser tomadas caso se constate que determinado fundo *sem limitação de responsabilidade* se encontre nessa situação.

Muito embora possa parecer óbvio que, nesse caso, a providência cabível é chamar capital para recompor o PL negativo, o que se vê, na prática, mesmo no regime atual, é que os administradores muitas vezes hesitam em adotá-la – provavelmente para não desagradar aos cotistas e aproveitando-se do fato de que a norma vigente não estabelece expressamente o que lhe cabe fazer. Acreditamos que o acréscimo dessa previsão expressa eliminaria a insegurança jurídica que é causada por essa situação.

## **9) PREPARATIVOS PARA A INSOLVÊNCIA REQUERIDA PELO ADMINISTRADOR**

### Sugestão:

. Incluir os seguintes parágrafos ao art. 105:

“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:

(...)

§ 5º Caso os cotistas não aprovem qualquer das soluções previstas no § 1º, o administrador deverá ingressar com pedido de declaração judicial de insolvência do fundo.

§ 6º Previamente ao pedido de declaração judicial de insolvência do fundo, o administrador deverá preparar um plano para a liquidação ordenada dos ativos do fundo e para pagamento, proporcional, de seus passivos, identificando a identidade e o valor do crédito detido por cada credor que puder identificar, inclusive aqueles titulares de crédito vincendos, bem como, se viável, entrar em contato com esses credores, para eventualmente obter a sua concordância com relação ao plano proposto.

§ 7º Ao formular o pedido de declaração judicial de insolvência do fundo, o administrador, no intuito de facilitar os trabalhos judiciais, deverá incluir requerimento, para que o juiz da causa determine que a liquidação se

proceda conformemente ao plano elaborado, indicando quais credores eventualmente concordaram e quais eventualmente não concordaram com ele – indicando, ainda, as razões das eventuais discordâncias, caso sejam de seu conhecimento –, bem como as razões pelas quais o administrador entende que aquelas eventuais discordâncias improcedem.

Justificativa:

Preocupa-nos, como também preocupa à CVM – conforme é possível extrair do Edital –, a aplicação irrestrita do regime da insolvência civil aos fundos de investimento. Pensamos, assim, que foi certíssima a opção regulatória refletida na Minuta, de minimizar as chances de uma situação de insolvência de fundo de investimento desaguar no Judiciário.

Achamos, porém, que, seguindo esse mesmo espírito, seria oportuna uma medida adicional, que consistiria em obrigar o administrador, nos casos em que as alternativas já previstas na Minuta falhassem – e o procedimento judicial de insolvência se mostrasse inevitável –, a tentar “organizar” um plano de como seria a liquidação dos ativos e o pagamento proporcional dos passivos do fundo, para *sugerir* que esse plano seja seguido pelo juiz. Acreditamos que, a coisa sendo feita de forma organizada, por um profissional especializado e que conhece o fundo, os trabalhos judiciais serão bastante facilitados e o tempo de um procedimento judicial de insolvência poderá ser bastante encurtado. Obviamente, não há como se obrigar o Poder Judiciário a seguir aquele plano. Todavia, nada impede que o administrador – como qualquer parte em processo judicial –, lançando mão de seu direito de petição, formule as postulações que desejar – cabendo ao Judiciário analisar se são pertinentes, deferindo-as na medida que entender corretas – e, mais do que isso, que colabore com o bom funcionamento da Justiça.

Idealmente, ademais, sempre que houver essa possibilidade, se o administrador conseguir alinhamento prévio com os credores do fundo, acreditamos que o procedimento judicial de insolvência será ainda mais curto – assumindo ares meramente homologatórios, o que nos parece bastante desejável.

O mecanismo proposto aproveita-se da dualidade de figuras que existe na administração/gestão de fundos de investimento no direito brasileiro. Isso porque a ideia por detrás da figura de um liquidante externo (na falência de uma sociedade ou na liquidação de uma instituição financeira, por exemplo) é retirar, da condução do procedimento de liquidação, o sujeito que, como regra, causou aquela situação (o administrador da sociedade ou da instituição financeira). No caso de um fundo de

investimento, como regra, a situação de crise financeira terá sido causada, como regra, por decisões do gestor – de modo que, em princípio, enxergamos uma possibilidade de geração de eficiência, ao se atribuir ao administrador a incumbência de organizar o fundo de investimento para a sua declaração judicial de insolvência, transferindo-se, para o âmbito extrajudicial, naquilo que for possível, as etapas mais complexas referentes ao encerramento de uma “entidade” em crise.

Essa possibilidade permitirá, ainda, que surjam administradores especializados em liquidação de fundos – que se disponham a sua assumir a sua administração exatamente no contexto prévio ao requerimento judicial de insolvência, com o objetivo de prepara-lo –, coisa que poderá gerar eficiência e ajudar a minimizar as externalidades negativas que o regime da insolvência civil acarreta.

## **10) OBRIGAÇÃO DE O ADMINISTRADOR FISCALIZAR A GESTÃO DE CARTEIRAS NO QUE SE REFERE AO CUMPRIMENTO DA POLÍTICA DE INVESTIMENTO**

### Sugestão:

. Alterar o art. 79, § 5º, da seguinte forma:

“Art. 79. (...)

§ 5º O administrador deve fiscalizar a gestão da carteira de ativos no que se refere à observância **da política de investimento**”

### Justificativa:

Especificamente para os FIDIC, a Minuta estabelece que o administrador deve fiscalizar a gestão no que se refere à observância da política de investimento (Anexo Normativo II, art. 3, VI). Com relação aos fundos “ordinários”, porém, o dispositivo equivalente determina que essa fiscalização deve ocorrer, exclusivamente, com relação “à observância dos limites de exposição e concentração” (art. 79, § 5º).

Achamos que seria mais saudável se a Resolução previsse, para os fundos em geral, a obrigatoriedade de o administrador fiscalizar a política de investimento como um todo – assim como previsto aos FIDIC, em relação aos quais não se

visualiza diferença, nesse particular, com relação à modalidade ordinária de fundos –, e não apenas os limites de exposição e concentração. Essa alteração prestigia a importância da política de investimento como balizador do “mandato” conferido pelos investidores aos prestadores de serviço e, conforme aponta a doutrina, como o parâmetro para aferição do cumprimento de seu dever de diligência (PARENTE, Norma Jonssen, *Mercado de Capitais*, 2ª Ed., São Paulo: RT, 2018, p. 307).

Essa alteração parece especialmente oportuna, ademais, para minimizar o impacto negativo que poderia decorrer da aplicação daquela regra geral (que limita as incumbências fiscalizatórias do administrador ao cumprimento dos limites de exposição e concentração), considerando a sua vocação a incidir sobre todo e qualquer fundo de investimento, às modalidades de fundos que não estão sendo regulamentadas neste momento (em especial, FIPs e FIIs).

## **11) EMISSÃO DE COTAS COM ÁGIO**

### Sugestão e justificativa:

Sugerimos que se permita a emissão de cotas com ágio, visto que pode ser uma ferramenta útil para evitar transferência indevida de riqueza entre cotistas, em especial no cenário de fundos fechados com investimentos ilíquidos.

\* \* \* \*

Permanecemos à disposição para qualquer esclarecimento adicional com relação às nossas sugestões.

Atenciosamente,

***Vieira Rezende Advogados***