

São Paulo, 15 de abril de 2021.

À

Superintendência de Desenvolvimento de Mercado – SDM
Comissão de Valores Mobiliários – CVM

A/C dos Ilustríssimos Senhores:

Marcelo Barbosa – Presidente da CVM

Antonio Carlos Berwanger – Superintendente de Desenvolvimento de Mercado

Ref.: Edital de Audiência Pública SDM nº 08/20, de 01 de dezembro de 2020

Prezados senhores,

Servimo-nos da presente para apresentar considerações sobre o Edital de Audiência Pública SDM nº 08/20, de 01/12/2020, que tem por objeto a minuta de Resolução (“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 (“Edital”).

Inicialmente, gostaríamos de agradecer a oportunidade de poder contribuir com o Edital e parabenizar esta D. Autarquia pela relevante iniciativa, que visa aprimorar a indústria brasileira de fundos de investimento por meio de importantes debates acerca do tema e modernização de seu arcabouço regulatório, a fim de contemplar não apenas as inovações trazidas pela Lei nº 13.874/19 (“Lei da Liberdade Econômica”), mas também diversas melhorias regulatórias.

Assim, servimo-nos da presente para, muito respeitosamente, apresentar nossas considerações, sugestões de aprimoramento regulatório e respectivas justificativas para apreciação desta D. Autarquia.

I. Responsabilidade dos Prestadores de Serviços e Solidariedade

Um tema essencial da audiência pública, em nossa visão, para o fim de propiciar um desenvolvimento adequado da indústria de fundos de investimento, é o da responsabilidade dos prestadores de serviço. A Lei da Liberdade Econômica trouxe diversos avanços no sentido de tornar mais racional e previsível o regime de responsabilização civil dos prestadores de serviços de fundos de investimento, possibilitando a correção de distorções que por vezes afastavam prestadores de serviços relevantes de certas atividades em razão do receio de responsabilização judicial indevida relacionada à sua atuação. A Lei o fez, por um lado (no novo art. 1.368-E do Código Civil) ao diferenciar a responsabilidade dos fundos de investimento por suas obrigações e a não responsabilidade dos prestadores de serviço por obrigações do próprio fundo, ressalvadas situações excepcionais de dolo ou má-fé do prestador de serviço, evidenciando assim uma separação patrimonial que, apesar de óbvia, era com alguma frequência negligenciada em decisões judiciais. Com isso, espera-se uma redução do risco de indevida responsabilização de prestadores de serviço por obrigações do fundo de investimento, em decorrência de equívocos em decisões judiciais.

Por outro lado, e de maior importância para o objeto desta audiência pública, a Lei tratou (no novo art. 1.368-D, II e seu §2º do Código) da limitação de responsabilidade 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 neste campo, a Lei fez, no caput do mesmo artigo, referência expressa à regulamentação da CVM, o que tornou imprescindível a regulação objeto desta audiência pública.

E a esse respeito, no espaço aberto para a regulação da melhor delimitação das obrigações e responsabilidades dos prestadores de serviço perante os cotistas, a CVM, como era esperado, conseguiu refletir favoravelmente, na minuta submetida à audiência pública, alguns aspectos essenciais em que a regulamentação pode, de fato, colaborar na criação de um ambiente jurídico mais seguro e adequado para a prestação de serviços na indústria de fundos de investimento. Os comentários e sugestões de aprimoramento que adiante se farão, como é natural e esperado em processos de audiência pública, devem ser considerados sem que se perca a perspectiva de que o ponto de partida trazido pela CVM na minuta submetida à audiência já traz avanços muito importantes no tratamento do tema. A este respeito, pode ser conveniente uma explicação mais detalhada.

Em geral, o maior risco de responsabilização indevida dos prestadores de serviços na indústria de fundos, de difícil avaliação e mesmo mensuração, diz respeito à possibilidade de responsabilização indevida do prestador de serviço em âmbito judicial, e não no âmbito da responsabilidade administrativa perante a CVM. Isso porque tanto a regulação da CVM como os precedentes do Colegiado, além de serem sempre bastante refletidos e embasados, foram progressivamente evoluindo na diferenciação e delimitação de deveres, obrigações e responsabilidades de cada um dos diferentes prestadores de serviço da indústria de fundos, acompanhando o desenvolvimento dessa indústria, que sofreu importantes mudanças ao longo do tempo. Deste modo, em âmbito administrativo, o prestador de serviço diligente poderia, naturalmente, ter algum receio de responsabilização, inerente ao risco operacional de suas atividades, mas em geral não tinha maior insegurança quanto à disponibilidade de uma avaliação técnica por órgão julgador especializado, conhecedor do funcionamento da indústria, no caso de questionamento a algum aspecto de sua atividade. E quando alguma situação gerava discussão, por meio de esclarecimentos, discussões e interações, a CVM, via novas decisões do Colegiado ou a atuação do excelente corpo técnico da SIN-CVM, atuava para esclarecer e orientar o mercado.

No âmbito judicial, e em que pese a boa qualificação geral do nosso corpo judiciário, em razão de diversos fatores, como, por exemplo, o desenvolvimento relativamente mais recente do nosso mercado de capitais (comparado a outras jurisdições) e a especialização e complexidade desse mercado e dos temas envolvendo fundos de investimento, a situação é distinta. O risco de responsabilização judicial indevida é visto pela indústria como significativo e acaba por representar um custo relevante, inibindo seu desenvolvimento e por vezes até mesmo criando distorções e mecanismos de seleção adversa, que chegam a afastar *players* relevantes e responsáveis de certas atividades. No caso do administrador fiduciário, por uma série de razões, inclusive históricas, e pelo próprio design original de disposições legislativas e regulatórias, em diversos âmbitos, esse risco sempre foi percebido como uma distorção particularmente intensa.

Até hoje, vale detalhar, considerando o cenário anterior à Lei da Liberdade Econômica e à proposta de atualização na regulação da CVM para refleti-la, este risco de responsabilização judicial indevida perante os cotistas poderia se materializar, principalmente, de três formas:

- a) Pela solidariedade, cuja adoção, por meio de cláusula contratual, era obrigatória na regulamentação numa quantidade significativa de situações;
- b) Pela responsabilidade por ato ou omissão de terceiros, sob a alegação de culpa *in vigilando*, algo que poderia facilmente ser suscitado em razão da previsão, na regulação, de deveres, responsabilidades e obrigações de forma bastante genérica;
- c) Pela responsabilidade por ato ou omissão de terceiros, sob a alegação de culpa *in eligendo*, em decorrência da contratação de prestadores de serviço pelo administrador fiduciário, e de algumas disposições regulatórias específicas, inclusive o §1º do art. 79 da atual Instrução CVM 555 (“ICVM 555”).

Em cada um desses aspectos, em que pese o espaço para aperfeiçoamentos relevantes, a minuta submetida à audiência pública trouxe, conforme já observamos, avanços importantes:

- a) A redução relevante das situações de exigência de solidariedade, em que pese a manutenção de previsão geral de estipulação de solidariedade no caso dos fundos destinados a investidores em geral (Varejo), algo que comentaremos adiante;
- b) A introdução de um rol delimitado de atividades sujeitas a dever de supervisão, em substituição a deveres gerais e genéricos de supervisão, em que pese o fato de algumas situações identificadas como sujeitas à supervisão trazerem dificuldades relevantes e, especialmente, o fato de que a previsão de alguns deveres de supervisão ainda estarem estipulados de maneira aberta, aspecto ao qual retornaremos adiante;
- c) A eliminação da contratação do gestor pelo administrador, fundamental para afastar a previsão de culpa *in eligendo* com relação ao talvez mais importante prestador de serviço dentre aqueles contratados pelo administrador até então. A respeito do importante tema da culpa *in eligendo*, porém, ressalvamos a manutenção da atual redação do art. 79, §1º, da Instrução CVM 555, praticamente inalterada, algo que comentaremos adiante.

Não se deve deixar de notar, nem subestimar, a mudança de paradigma trazida pela minuta da CVM no tratamento desses três aspectos e o espaço que essas mudanças felizmente abrem para que, com alguns cuidados adicionais, um avanço muito importante para a segurança da indústria de fundos possa de fato se concretizar.

Cumpramos discutir, no que então, acreditamos que seria importante realizar alguns ajustes na minuta proposta pela CVM no âmbito desta audiência pública. Vamos abordar essa questão em cada um dos três planos acima mencionados.

- a. Solidariedade

Considerando os inúmeros comentários que, sabidamente, a CVM tem recebido, e receberá a respeito deste tema tão debatido, vamos aqui nos limitar, nesse assunto,

a comentar a aparente inadequação, em nossa visão, da previsão da solidariedade para os fundos destinados a investidores em geral (Varejo). Os argumentos, não exaustivos, são conhecidos. Além do efeito potencialmente danoso de encarecer ou reduzir a disponibilidade de produtos para esses investidores, a solidariedade cria distorções, funcionando como uma espécie de seguro pela má atuação de um terceiro (outro prestador de serviço), de maneira genérica, trazendo a possibilidade de responsabilização não relacionada à nenhuma falha de atuação do prestador contratante, nem mesmo falha de dever de supervisão. Mantida, acabaria por anular, no âmbito dos fundos destinados a investidores em geral, os demais avanços trazidos pela minuta na delimitação de responsabilidades e deveres de supervisão e no afastamento da culpa *in eligendo*.

Outro aspecto que nos parece importante observar é que a intenção do legislador na Lei de Liberdade Econômica, pela redação do novo art. 1.368-D, II do Código Civil (em razão do trecho final “sem solidariedade”), parece ter sido a de eliminar ou, no mínimo, reduzir substancialmente a imposição da obrigatoriedade de estipulação de solidariedade na regulação. Em que pese a referência, no caput do art. 1.368-D, à observância do disposto na regulamentação da CVM, a intenção do legislador parece ter sido a de que eventual imposição, pela CVM aos prestadores de serviço, de assunção de obrigação de solidariedade, fosse bastante ponderada e, se ocorresse, presumisse contextos que realmente a justificassem, bem como tivesse sua abrangência bastante refletida. Neste sentido, a previsão geral de obrigatoriedade de estabelecimento de responsabilidade solidária para fundos destinados ao público em geral (varejo), com a devida vênia, não nos parece bem alinhada aos objetivos do legislador. Mais do que isso, da forma como estipulada na minuta, quer nos parecer que, no caso específico de fundos de varejo, a regulação da CVM ampliaria a solidariedade até mesmo para algumas contratações de prestadores de serviço nas quais hoje não é exigida a solidariedade, inclusive

algumas situações (prestações de serviço)¹ em que a solidariedade do contratante em nome do fundo causaria bastante perplexidade, o que nos parece bastante distante dos objetivos da Lei da Liberdade Econômica.

b. Deveres de Supervisão regulatório e Culpa *in Vigilando*

Conforme anteriormente comentamos, na minuta, a CVM avançou na delimitação de quais atividades especificamente requerem a possibilidade de responsabilização de outro prestador por uma atividade de fiscalização (oito hipóteses previstas na minuta), concentrando-se muitas vezes em atividades em que historicamente a CVM efetivamente exigia alguma atuação de gatekeeping em suas ações de supervisão, conforme precedentes do Colegiado. Esta delimitação é evidentemente positiva e, conforme já comentado por alguns juristas em eventos públicos, parece ter sido uma solução hábil por parte da CVM ao buscar proporcionar uma maior segurança ao mercado sem simultaneamente agregar, em termos práticos, risco relevante à atividade de supervisão hoje exercida pela CVM.

Compreendemos naturalmente a importância para a CVM de assegurar que, com relação às atividades para as quais previu deveres de fiscalização, ela possa, da perspectiva regulatória, exigir do prestador com dever de fiscalização a realização efetiva do controle esperado. E evidentemente não temos objeção a esse objetivo.

Sobre este ponto, uma primeira questão, mais conceitual, diz respeito à forma mais adequada para atingir o objetivo pretendido pela CVM sem criar ou agravar o risco de responsabilização judicial indevida a que fizemos referência anteriormente.

¹ De acordo com a minuta (art. 76, §2º), todas as contratações em nome do fundo pelos prestadores de serviço essenciais (administrador, ou gestor, conforme o caso), passariam a exigir solidariedade no caso dos fundos destinados a investidores em geral (Varejo). Assim, nesses fundos, contratações pelo administrador da agência de classificação de risco ou de auditor independente, e pelo gestor do distribuidor de cotas, consultor de investimentos, formador de mercado e cogestor passariam a presumir a estipulação de solidariedade, algo que, no universo dos fundos de varejo, representaria uma expansão relevante da amplitude da obrigatoriedade de estipulação solidariedade comparativamente ao regime atual aplicável aos fundos de varejo.

Acreditamos que a melhor forma de atingir esse objetivo seria por meio da previsão, na regulamentação, de tarefas e atividades objetivas que funcionassem na prática como um mecanismo de controle desejado pela CVM, trazendo segurança com relação ao bom funcionamento do fundo, mas sem criar deveres genéricos que levassem o prestador de serviço responsável pela atividade de controle a reexecutar a atividade já realizada pelo outro prestador, ou estipular obrigações que tivessem por pressuposto a imposição de uma metodologia por um prestador de serviço essencial a outro, algo que se revela problemático na prática e que não parece compatível com a nova dinâmica de constituição do fundo pelos prestadores de serviço essenciais prevista na minuta. Neste sentido, por exemplo, a atividade de controladoria exercida pelo administrador fiduciário sempre funcionou como um controle natural pelo administrador que permitia acompanhar a situação da carteira gerida pelo gestor do fundo. Acreditamos que este seria o caminho mais adequado para conciliar a necessidade de estabelecer atividades a serem realizadas pelos prestadores de serviços essenciais que permitissem assegurar a higidez do fundo de investimento com relação a certas atuações de outros prestadores de serviço, com a necessidade de evitar o risco de responsabilização indevida dos prestadores de serviço essenciais aqui comentada. Neste sentido, e sem prejuízo de alguns comentários mais específicos que fazemos adiante, sugerimos a redação abaixo, ou a inclusão de redação alternativa que à CVM pareça mais adequada para o mesmo fim, colocando-nos à disposição para discutir o assunto:

Art. 77. ...

Parágrafo único. O prestador de serviço cumprirá seus deveres de verificação referidos no caput² por meio da realização das atividades expressamente previstas nesta Resolução como de sua atribuição para o fim específico de cumprimento do dever de verificação, e no contexto específico da atividade verificada”.

² O caput atualmente em realidade refere-se a “dever de fiscalizar”, mas já adequamos nossa sugestão à terminologia pleiteada pela Anbima.

Uma segunda questão, mais simples, diz respeito a assegurar que o rol de deveres de fiscalização previstos na Resolução seja, de fato, exaustivo, evitando espaço para uma interpretação judicial que identifique outros deveres de supervisão implícitos, principalmente no caso de contratação de um prestador de serviço pelo outro, em nome do fundo. Nesse aspecto, embora seja uma alteração redacional singela, parece-nos importante, para total clareza, que a redação do trecho final do caput do art. 77 da minuta, ao referir-se ao dever de fiscalização, deixe claro que ele somente existirá nas hipóteses expressamente previstas na Resolução, passando a redigir: “... sem prejuízo do exercício do dever de fiscalizar, nas hipóteses expressamente previstas nesta Resolução. ”

Por fim, há também ponderações com relação ao tratamento de cada uma das situações em que se prevê deveres de fiscalização na minuta. A esse respeito, reportamo-nos inicialmente aos comentários feitos pela Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais (“Anbima”) acerca do assunto. E no item I.1 abaixo traçaremos também alguns comentários adicionais sobre alguns pontos específicos de algumas atividades de fiscalização referidas na minuta.

- c. Culpa *in eligendo*, eventualmente imposta em decisões judiciais ao prestador de serviço que efetua contratações em nome do fundo.

Neste aspecto, conforme comentamos, foi bastante favorável e parece-nos essencial que seja mantida inalterada na versão final, a eliminação desse risco trazida pela minuta submetida pela CVM à audiência, no que se refere à relação entre administrador fiduciário e gestor. Conforme bem descrito no item 3.2. do Edital, parece bastante adequada a eliminação daquela perspectiva formal de que o administrador fiduciário era o responsável por contratar todos os demais prestadores de serviço do fundo (inclusive o gestor), hoje presente na Instrução CVM 555, e que não refletia a dinâmica observada na prática. Concordamos ser, de fato, fundamental, para dar efetividade às mudanças trazidas pela Lei da Liberdade

Econômica, que o protagonismo do fundo de investimento passe a ser dividido entre o administrador fiduciário e gestor, sem contratação de um pelo outro, e com eliminação de quaisquer disposições que possam induzir a equívocos em demandas judiciais, especialmente disposições que sugiram o pressuposto de uma culpa *in eligendo* na seleção do gestor pelo administrador, como pode ocorrer no modelo atual da ICVM 555, ou mesmo em sentido contrário (do administrador pelo gestor, dado que agora estarão em situação de igualdade e reciprocidade). Este aspecto nos parece absolutamente crítico para evitar distorções atualmente vistas na indústria de fundos de investimento.

Parece-nos assim importante que a regulamentação deixe claro que o natural estabelecimento de acordos entre administrador e gestor, com relação ao empreendimento conjunto da constituição e operação do fundo, não implicaria de nenhum modo um pressuposto de seleção de um prestador de serviço pelo outro. Ainda que, na dinâmica de negócios, seja natural e até esperado, que, considerando as situações em que o administrador fiduciário saiba de antemão que terá dever regulatório de fiscalizar certas atividades do gestor, o administrador naturalmente aplique, conforme suas diretrizes internas, certos critérios seletivos para identificar com quais gestores parceiros efetivamente pretende atuar, afastando de seu relacionamento outros prestadores com relação aos quais ele antecipa que poderia ter dificuldade ao exercer seus deveres de fiscalização, parece-nos fundamental que essa tendência negocial natural não seja cristalizada em obrigação regulatória. Isto porque uma estipulação regulatória nesse sentido poderia induzir novamente ao raciocínio, em discussões judiciais, de que haveria uma obrigação legal de seleção adequada do gestor por parte do administrador (ou o inverso), o que se refletiria, por sua vez, novamente na possibilidade de alegação de culpa *in eligendo*, que a lógica da Lei da Liberdade Econômica buscou afastar ao possibilitar a melhor delimitação das obrigações dos prestadores de serviço. Nem todas as práticas naturais e comerciais da indústria, ainda que possam ser adequadas e até desejáveis, precisam se transformar em obrigação legal ou regulatória. Acreditamos que este raciocínio que expomos, aliás, reflete bem o espírito da Lei da Liberdade Econômica. No caso

em questão, a existência de dever de supervisão, nas hipóteses previstas, já cria o incentivo adequado a que players sejam seletivos com relação às parcerias comerciais que criam e mantêm. Não vislumbramos ganhos reais em transformar essa mecânica natural numa obrigação regulatória, que, nesse momento, poderia inclusive confundir o Judiciário, levando-o eventualmente à conclusão equivocada de que, no final das contas, a possibilidade de responsabilização do administrador fiduciário em essência não mudou, pois o administrador permaneceria passível de responsabilização, agora, não por solidariedade ou deveres gerais de supervisão, mas sim por uma falha anterior na seleção de seu parceiro comercial, em descumprimento a uma obrigação regulatória que estipulasse obrigação nesse sentido.

Também, e similarmente, com relação à contratação de outros prestadores de serviço, em nome do fundo, pelos prestadores de serviço essenciais (seja o administrador ou o gestor), parece-nos importante ter cuidado para evitar que o fato de que um prestador de serviço essencial contrata outros prestadores de serviço especializados, na dinâmica da audiência, possa ocasionar a atribuição indevida de responsabilidade ao prestador de serviço essencial, sob o argumento de culpa *in eligendo*. Nesse sentido, entendemos que deve ser revista a redação da minuta de Resolução, no parágrafo 1º do art. 76, que mantém a premissa atual (em nossa visão, defasada) da ICVM 555 sobre o assunto. Mantida como está, tal disposição: (i) manteria o risco de responsabilização por culpa *in eligendo* numa série de situações em que o prestador de serviço sequer teria dever de fiscalização, dado que, em vários casos, os serviços especializados realizados, no mais das vezes por outros prestadores de serviço regulados, não estão diretamente relacionados às atribuições do prestador essencial que os contrata (vide os exemplos caricaturais da contratação de auditores e agências de rating), (ii) mesmo nos casos (e.g. controladoria) em que existe dever de fiscalização atribuído ao prestador essencial, a redação atual pode induzir o reconhecimento de uma culpa *in eligendo* para além das atividades sujeitas à fiscalização, mantendo o cenário atual de insegurança quanto à responsabilização do prestador de serviço contratante em nome do fundo,

a qual, conforme indicamos, apenas “mudaria de lugar (fundamento)” (a insegurança e responsabilidade genérica que se pretende eliminar na culpa *in vigilando*, por meio de delimitações adequadamente propostas pela CVM, poderia na prática retornar sob a forma de culpa *in eligendo*), (iii) mesmo no que se refere àquilo que o prestador de serviço que efetue a contratação tenha o dever de fiscalizar, a previsão regulatória expressa normatiza uma prática que seria naturalmente do interesse do prestador de serviço adotar, transformando o que é uma boa prática de seleção de parceiros em obrigação legal, e dando margem desnecessariamente à possibilidade de responsabilização indevida por qualquer falha do prestador contratado, ainda que o esforço de adequada delimitação do dever de fiscalização na nova norma seja bem sucedido, pois sempre se poderá alegar em juízo, numa análise retrospectiva, que houve falha na escolha (seleção) de um prestador de serviço cuja atuação posteriormente se revelou inadequada (ainda que tal falha não tenha ocorrido ou não tenha sido qualquer falha nesse sentido a real origem do problema).

Em nossa visão, ante o acima exposto, a melhor alternativa seria a simples exclusão do §1º do art. 76, que, na nova dinâmica, acreditamos ter perdido sentido. Nesse cenário, nada impediria que, por exemplo, caso isso efetivamente se revelasse necessário, a autorregulação viesse a criar manuais de boas práticas, com critérios objetivos e pontos específicos de verificação recomendados aos prestadores de serviço essenciais que contratassem, em nome do fundo, outros prestadores de serviço, limitados evidentemente às atividades em que houver dever de fiscalização em razão da mais estreita relação do serviço delegado com o escopo do serviço realizado pelo prestador de serviço essencial que efetua a contratação em nome do fundo.

Caso a CVM não considere adequada a abordagem acima proposta (exclusão), sugerimos então que a diligência na contratação referida na disposição esteja ao menos melhor delimitada, conforme segue. Acreditamos adicionalmente que essa previsão deveria se restringir a casos em que o prestador de serviço não fosse

regulado, ou no mínimo, que não fosse também regulado pela própria CVM, conforme os colchetes com textos opcionais, que nos pareceriam mais adequados, indicam:

§ 1º Nas hipóteses em que haja deveres de verificação por prestador de serviço essencial contratante, expressamente estabelecido por esta Resolução ou pelos Anexos Normativos, [e o prestador de serviço contratado não esteja sujeito à supervisão da CVM][ou de outras autoridades do sistema financeiro e securitário], a contratação de terceiros em nome do fundo deve ser precedida de verificação por parte do prestador de serviço essencial, em conformidade com suas diretrizes e políticas internas, especificamente no que se refere ao desempenho das atividades específicas sujeita ao dever de avaliação ou verificação.

I.1 Questões Adicionais específicas sobre responsabilidade dos prestadores de serviço

Considerando o exposto acima, é de extrema importância que as situações previstas na minuta de Resolução e que exijam a fiscalização/verificação do administrador contêm com redação objetiva e clara de como a referida atividade deve ser realizada.

Por esse motivo, sem prejuízo da necessidade de inclusão de parâmetros objetivos a outros dispositivos da norma, trouxemos a título de exemplo algumas sugestões de redação aos artigos que tratam dos deveres de fiscalização/verificação.

Ainda que os deveres relacionados à gestão de liquidez não tenham sido listados por esta D. Autarquia dentre as atividades sujeitas à fiscalização, entendemos que é importante que haja uma clara diferenciação de papéis entre o administrador e o gestor.

Resolução

Art. 90. Nas classes abertas, ~~o administrador e~~ o gestor, ~~conjuntamente,~~ devem adotar as políticas, procedimentos e controles internos necessários para que a liquidez da carteira de ativos seja compatível com:

(...)

§ 3º Caso a classe invista em cotas de outros fundos de investimento, o ~~administrador e o~~ gestor, ~~devem, em conjunto~~ avaliar a liquidez do fundo investido, considerando, no mínimo:

I – o volume investido;

II – as regras de pagamento de resgate do fundo investido; e

III – os sistemas e ferramentas de gestão de liquidez utilizados pelo ~~administrador e~~ gestor do fundo investido.

§ 4º O administrador deve acompanhar constantemente o índice de liquidez da carteira de ativos, devendo informar o gestor sempre que identificar situações que demonstrem, no seu entendimento e de acordo com suas métricas, risco de liquidez.

§ 5º As disposições deste artigo não se aplicam às classes fechadas.

Anexo I

Art. 30. O gestor é responsável pela negociação de ativos a preços de mercado, se houver.

~~Art. 30. § 1º Em acréscimo à obrigação prevista no art. 79, § 5º, da Resolução, o~~ O administrador deve verificar, de acordo com seus critérios e métricas, em até 01 (um) dia útil da realização das operações pelo gestor, fiscalizar a gestão da carteira no que se refere à negociação de ativos se a negociação ocorreu a preços de mercado.

§ 2º A verificação prevista no § 1º acima deverá ser realizada exclusivamente na negociação de ativos em que haja parâmetro de preço claramente identificável pelo administrador.

~~Parágrafo único. A fiscalização da gestão pelo administrador nas hipóteses previstas na Resolução alcança a aplicação de recursos em ativos financeiros no exterior.~~

Por fim, considerando a complexidade das questões abordados nos itens I e I.1 acima, reiteramos nossa disposição de discutir este importante tópico com a CVM, inclusive para elaboração de estudos adicionais e propostas alternativas de tratamento da questão, se a CVM assim entender conveniente.

II. Necessidade de Ajustes à Resolução CVM 21³

Parece incontroverso que a efetividade dos ajustes na regulamentação de fundos de investimento depende de que eles sejam acompanhados, tão logo quanto possível, por ajustes na norma que rege os administradores de carteira de valores mobiliários (Resolução CVM 21). Em particular, acreditamos que a norma sobre administradores de carteira deva sofrer ajustes para refletir também ali as mudanças de paradigma sobre responsabilidades civil de prestadores de serviço perante os cotistas, notadamente aspectos relacionados à necessidade de mitigar risco de responsabilização judicial indevida por culpa *in vigilando* ou culpa *in eligendo* em decorrência de redações de disposições regulatórias muito abertas. A segurança necessária ao bom desenvolvimento da indústria e à atuação dos prestadores de serviço de administração de carteira depende do tratamento adequado do tema da delimitação de obrigações e responsabilidades dos prestadores de serviço nas duas normas, sobre fundos e sobre administradores de carteira, em linha com os princípios da Lei de Liberdade Econômica. Neste sentido, as preocupações expostas no item sobre responsabilidade de prestadores de serviço também são válidas para quaisquer discussões acerca de alterações na norma aplicável aos administradores de carteira.

³ Utilizamos neste texto referências à Resolução CVM 21, que entra em vigor em 1º de julho. De qualquer modo, em todas as referências que fizemos ao longo do texto à Resolução CVM 21, elas são igualmente aplicáveis às disposições correspondentes da Instrução CVM 558, ainda em vigor.

Adicionalmente, e apenas para citar um exemplo, um aspecto importante diz respeito ao dever de supervisão do administrador fiduciário sobre o gestor com relação à gestão de risco que, em nossa visão, deveria ser rediscutido, de modo que deixasse de ser um dever de supervisão genérico como consta da atual disposição normativa (art. 26, §4º, I), mas sim se refletisse em atividades objetivas e específicas. Naturalmente, o tema das obrigações e responsabilidade sobre gestão de risco de liquidez também deverá ser tratado de modo harmônico na nova norma de fundos e na norma que regula os administradores de carteira. Estes são tão somente exemplos. Acreditamos que, dada a complexidade que envolveu a avaliação da revisão das normas de fundos, que inviabilizou uma avaliação e discussão concomitante, mais aprofundada, sobre a norma de administração de carteiras, uma audiência pública separada para abordar oportunamente a norma aplicável aos administradores de carteira seria recomendável. Neste sentido, colocamo-nos à disposição para discutir com a CVM outros temas que nos pareceriam relevantes nessa revisão, buscando harmonização entre as normas e destas com as disposições legais atuais sobre responsabilidade dos prestadores de serviço na indústria de fundos.

III. Investimento no Exterior

Considerando a tendência à flexibilização regulatória de investimento no exterior motivada, dentre outros fatores, pelo cenário econômico de queda da taxa de juros no Brasil, as propostas a seguir buscam equalizar e democratizar as regras para acesso a investimentos no exterior.

As sugestões elencadas abaixo têm por objetivo viabilizar a diversificação de fatores de risco pelos investidores e possibilitar o investimento, por meio de fundos, a ativos que os investidores já têm permissão para alocar seus recursos, evitando tratamentos assimétricos.

III.1. Aumento dos limites gerais de concentração para investimento no exterior

Diante do cenário da taxa de juros na mínima histórica, investidores que buscam rentabilizar seus investimentos têm de buscar diversificá-los, o que por vezes compreende também uma maior tomada de risco e maior exposição a investimentos no exterior. A restrição de acesso ao mercado internacional também pode limitar a possibilidade de diversificação do investidor, restringindo o universo de opções disponíveis para que o investidor possa balancear sua carteira e fazer uma gestão de recursos adequada.

Como forma de permitir ao investidor a ampliação do acesso ao investimento no exterior, propomos que os limites gerais de concentração em ativos no exterior para os fundos destinados ao público em geral e para os fundos destinados a investidores qualificados, ora previstos nos art. 43, II e 43, III, da minuta do Anexo Normativo I (“Anexo I”), sejam aumentados para 60% e 40%, respectivamente, conforme propostas de redação a seguir:

Art. 43, II - até ~~40%~~ 60% (~~quarenta~~ sessenta por cento) de seu patrimônio líquido para classes exclusivamente destinadas a investidores qualificados; e

Art. 43, III – até ~~20%~~ 40% (~~vinte~~ quarenta por cento) de seu patrimônio líquido para as classes destinadas ao público em geral.

Destacamos que, embora a ampliação em questão implique maior liberdade aos prestadores de serviços dos fundos de investimento sob a ótica de limites de concentração, a observância de todos os dispositivos aplicáveis a tais prestadores, inclusive no que se refere aos requisitos gerais a serem verificados nos fundos e ativos no exterior e, de forma mais geral, no que se refere ao dever de agir no melhor interesse dos cotistas, permanecerá obrigatória.

III.2. Esclarecimento acerca dos requisitos aplicáveis a fundos e veículos de investimento no exterior

Entendemos que é importante que esta D. Autarquia esclareça, na nova regulamentação, que os requisitos previstos nos atuais §§1º e 2º do art. 43 da minuta do Anexo I não são aplicáveis à parcela de investimento no exterior que esteja dentro dos limites gerais previstos nos incisos II (no caso de classes de cotas destinadas exclusivamente a investidores qualificados) e III (no caso de classes de cotas destinadas ao público em geral) do caput do art. 43, atualmente definidos em 40% e 20%, respectivamente.

Sem prejuízo da proposta de flexibilização de tais limites gerais, detalhada no item anterior, o esclarecimento está alinhado ao fato de os incisos acima mencionados não estipularem os requisitos e restrições previstos nos §§ 1º e 2º do art. 43.

O esclarecimento ora solicitado pode ser endereçado por meio de manifestação no relatório da audiência pública SDM nº 08/20 ou dos ajustes de redação propostos a seguir:

Art. 43, "§ 1º A política de investimentos da classe de cotas destinada exclusivamente a investidores qualificados pode extrapolar o limite estabelecido no inciso II do caput, desde que a categorização da classe de cotas seja preservada e, em relação à parcela que extrapolar o referido limite:

~~*I – a categorização da classe de cotas seja preservada;*~~

~~*II – o regulamento disponha pormenorizadamente sobre os diferentes ativos que pretende adquirir no exterior, indicando: (...)*~~

~~*III – se for o caso, o gestor assegure-se de que os referidos fundos de investimentos ou veículos de investimento no exterior referidos na alínea "c" do inciso I deste § 1º: (...)*~~

Art. 43, §2º - Nas classes de cotas destinadas ao público em geral, a política de investimentos pode extrapolar o limite estabelecido no inciso III do caput, desde que ~~todos~~ os investimentos que excederem tal limite ocorram por meio de ~~fundos ou veículos de investimento no exterior que, em acréscimo aos requisitos estabelecidos no § 1º, contem com, no mínimo, o seguinte aparato:~~

III.3. Alteração dos requisitos gerais aplicáveis aos fundos de investimento no exterior, previstos no art. 41 do Anexo I

Entendemos que a atualização regulatória é o momento oportuno para propor a flexibilização do requisito previsto no art. 41, II, "b", do Anexo I (também reproduzido no atual art. 43, §1º, III, "a", 4 da minuta do Anexo I), que determina que o gestor se assegure de que o fundo ou veículo de investimento no exterior possua o valor da cota calculado a cada resgate ou investimento e, no mínimo, a cada 30 (trinta) dias.

A restrição mencionada acima limita substancialmente os veículos no exterior passíveis de serem investidos por um fundo no Brasil, o que acaba por prejudicar as opções disponíveis aos investidores locais.

Considerando que a preocupação que esta D. Autarquia busca endereçar por meio de tal dispositivo consiste em assegurar a compatibilidade entre o cálculo da cota do fundo investido no exterior e a liquidez do fundo investidor⁴, e que a ausência do cálculo de cota, aplicação ou resgate no prazo determinado no fundo ou veículo de investimento no exterior não implica ameaça à referida preocupação, propomos a substituição do dispositivo acima referenciado pela redação abaixo:

Art. 41, II, b - possua periodicidade de cálculo do valor da cota calculado a cada resgate ou investimento e, no mínimo, a cada 30 (trinta) dias compatível com a liquidez do fundo investidor;

⁴ Conforme Ofício Circular nº 1/2017/CVM/SIN/SNC.

Outro requisito aplicável consta do art. 41, inciso II, “f”, da minuta do Anexo I, que determina que o fundo ou veículo de investimento no exterior deve ter “*política de controle de riscos e limites de alavancagem compatíveis com a política do fundo investidor*”. No entanto, entendemos que o dispositivo acima deve ser excluído da nova norma, uma vez que o art. 40, §1º, do Anexo I, já prevê que o gestor deve se assegurar de que as estratégias a serem implementadas no exterior estejam de acordo com o objetivo, política de investimento e níveis de risco do fundo no Brasil.

III.4. Alteração dos requisitos específicos aplicáveis aos fundos de investimento no exterior, atualmente previstos no art. 43, §1º, III, e art. 43, §2º, do Anexo I

Ainda em linha com a preocupação em permitir que, de forma democrática, os investidores locais diversifiquem seus investimentos, entendemos que há espaço para a flexibilização dos requisitos atualmente previstos no art. 43, §1º, III, do Anexo I, sem comprometer a segurança e robustez do segmento no exterior.

A flexibilização permitirá que, além dos Undertakings for the Collective Investment in Transferable Securities (UCITS), principal mecanismo de acesso ao exterior por meio de fundo de investimento no Brasil atualmente, uma maior variedade de fundos e veículos de investimento no exterior sejam alternativas para gestores de classes para investidores qualificados e para o público em geral que invistam de forma ilimitada no exterior. Esta flexibilização possibilitará que os investidores locais acessem também outras estruturas em mercados igualmente ou mais desenvolvidos do que a indústria de fundos europeia, a exemplo dos Estados Unidos, e se beneficiem das características associadas a essas outras estruturas.

Importante pontuar que a flexibilização ora proposta também equalizará as opções de investimento no exterior passíveis de serem realizadas diretamente com aquelas disponíveis por meio de fundos de investimentos. Como exemplo desta assimetria da regulamentação vigente, verifica-se que os investidores atualmente podem

compor 100% (cem por cento) de sua carteira com *Brazilian Depositary Receipts* (“BDRs”) lastreados em ações de investment companies⁵, ao passo que o mesmo investimento no exterior não pode ser realizado via fundos de investimento para investidores não qualificados que invistam 100% (cem por cento) no exterior.

Além de reduzir assimetrias e possibilitar o acesso, por investidores de varejo, a uma maior gama de investimentos no exterior, a flexibilização sugerida acima possivelmente reduzirá custos. De acordo com artigo publicado por membros do Investment Company Institute (“ICI”)⁶, que aborda estudo publicado pelo ICI em setembro de 2019, embora o custo dos UCITS venha apresentando redução nos últimos anos, esse custo ainda é significativamente maior do que o de estruturas constituídas como fundos abertos (*mutual funds*) nos Estados Unidos.

Um dos fatores que influencia os custos contínuos dos veículos, segundo o artigo, é a economia de escala. Conforme mostra a pesquisa da ICI, no final do ano de 2018, o tamanho médio de um fundo aberto dos EUA era de € 1,66 bilhões, em comparação com tamanho médio de € 284 milhões para o UCITS.

À medida que os fundos crescem, os custos fixos passam a ser distribuídos para uma base maior de investidores, fazendo com que cada um deles contribua menos para pagamento dos encargos. Verifica-se, portanto, que os encargos correntes médios de fundos abertos constituídos nos Estados Unidos são inferiores aos de UCITS - 55 bps para um fundo aberto de ações dos Estados Unidos em comparação com 129 bps para um UCITS.

A ideia principal é que os fundos ou veículos no exterior possam cumprir determinados requisitos da regulamentação brasileira por meio da sua inclusão nos documentos do fundo no exterior, ainda que a regulamentação local não imponha

⁵ Conforme decisão do colegiado proferida no âmbito do PROC SEI 19957.007302/2020-90.

⁶ <https://www.ipe.com/ongoing-ucits-fees-are-falling/10034801.article>

tais restrições, o que atenderia à preocupação desta D. Autarquia de proteção ao investidor e viabilizaria a flexibilidade desejada pelo mercado.

Por todo o acima exposto e considerando ainda (i) que esta D. Autarquia manifestou satisfação com a segurança proporcionada pelos requisitos previstos no Anexo 101 da ICVM 555⁷; (ii) que a flexibilização ora proposta não compromete a segurança almejada para o mercado; e (iii) a importância da democratização e simetria do acesso ao investimento no exterior, entendemos que a flexibilização deve se estender também às classes destinadas ao público em geral.

Como forma de endereçar a proposta acima para as classes destinadas a investidores qualificados e ao público em geral, sugerimos os ajustes de redação abaixo (que já consideram a proposta de incorporação do atual inciso I ao caput do §1º):

Art. 43, §1º, II, "a" - submetem-se à regulação e supervisão exercida por autoridade local reconhecida ou possua documentos que prevejam:

Art. 43, §2º - Nas classes de cotas destinadas ao público em geral, a política de investimentos pode extrapolar o limite estabelecido no inciso III do caput, desde que ~~todos~~ os investimentos que excederem tal limite ocorram por meio de ~~fundos ou veículos de investimento no exterior que, em acréscimo aos requisitos estabelecidos no § 1º, contem com, no mínimo, o seguinte aparato:~~

I - Fundos ou veículos de investimento no exterior, devendo o gestor cumprir os requisitos estabelecidos no inciso II, §1º;

II - (...)

⁷ Conforme minuto 50:28 da "Live Fala, CVM: nova regulação de fundos", de 16 de dezembro de 2020, disponível no Youtube.

Adicionalmente, tendo em vista que os requisitos gerais previstos no art. 41, inciso II, “a” e “b”, da minuta do Anexo I, aplicáveis a todos os fundos e veículos de investimento no exterior, preveem, respectivamente, a obrigatoriedade de constituição, regulação e supervisão por autoridade local reconhecida e o requisito de cálculo de cota no mínimo a cada 30 (trinta) dias (previsão esta que, conforme acima, sugerimos que a redação seja alterada no art. 41, II, b, do Anexo I), propomos a exclusão dos itens 1 e 4 do atual art. 43, §1º, III, “a” do Anexo I, bem como outros ajustes ao referido dispositivo, conforme abaixo (a sugestão abaixo já considera proposta de incorporação do atual inciso I ao caput do §1º):

Art. 43, §1º, II, “a” - submetem-se à regulação e supervisão exercida por autoridade local reconhecida ou possua documentos que prevejam:

~~1. a aprovação para a sua constituição;~~

~~2. a obrigatoriedade de demonstrações financeiras auditadas por empresa de auditoria independente;~~

~~3. que seus documentos sejam aprovados pelo regulador ou mantidos à sua disposição e disponibilizados ao investidor;~~

~~4. sem prejuízo do disposto no inciso II abaixo, que o valor de suas cotas seja calculado a cada resgate ou investimento e, no mínimo, uma vez a cada 30 (trinta) dias;~~

~~5. regras sobre gestão de riscos, inclusive de liquidez, que tenham requisitos formais para o monitoramento, revisão e avaliações qualitativas e quantitativas;~~

~~6. princípios para precificação dos ativos e que esta seja feita por área segregada ou por terceiros habilitados;~~

~~7. regras para diversificação dos investimentos, limites de concentração por emissor ou alertas acerca do risco de eventual concentração, aplicáveis também aos ativos subjacentes, no caso de derivativos;~~

~~8. tratamento para venda a descoberto e alavancagem;~~

97. no caso de operações de balcão, que a contraparte associada seja instituição financeira regulada e supervisionada por autoridade local reconhecida; e

b) possuam documentos que:

18. demonstrem os níveis de controle de risco, e a estrutura de governança dos fundos investidos, indicando o administrador, gestor, custodiante, demais prestadores de serviço, o diretor responsável pelo fundo no exterior e suas respectivas funções;

29. evidenciem as remunerações, despesas, taxas e encargos; e

310. identifiquem os fatores de riscos e as restrições de investimentos.

III.5. Requisitos aplicáveis a fundos de índice no exterior (“ETFs Internacionais”) e Fundos Imobiliários Internacionais (“REITs”)

A alteração mais recente à Instrução CVM nº 359 (“ICVM 359”) passou a admitir que investidores em geral possam investir em BDRs lastreados em ETFs Internacionais. A escolha dos ETFs Internacionais foi justificada por esta D. Autarquia pela “*maior diversificação e menor volatilidade que tende a possuir, o que o torna mais propício para a ambientação dos investidores com mais um modo de exposição a mercados internacionais*”⁸.

Concordamos com a manifestação desta D. Autarquia e entendemos que, como forma de evitar assimetrias entre as diferentes regulações e também para permitir que investidores tenham acesso aos ETFs Internacionais por meio de fundos de investimento regulados pela nova Resolução, o Anexo I deve ser alterado, conforme detalhado a seguir.

Os ETFs Internacionais apresentam características que os diferenciam dos fundos de investimento existentes no Brasil e no exterior, muitas vezes impedindo uma

⁸ Conforme item 2.3.1 do Relatório de Análise da Audiência Pública SDM nº 08/19 – Processo CVM SEI nº 19957.000017/2019-12.

correspondência perfeita com os requisitos do atual art. 43, §1º, III da minuta do Anexo I.

A título de exemplo, verifica-se na prática que os ETFs Internacionais geralmente (i) são registrados para negociação de suas cotas no mercado, mas sua constituição não é objeto de aprovação pela autoridade local; (ii) não estão sujeitos a regulamentação que trate da venda a descoberto e alavancagem e que preveja que, em operações de balcão, a contraparte associada seja instituição financeira regulada e supervisionada por autoridade local reconhecida; e (iii) não possuem todos os prestadores de serviços exigidos pela regulamentação brasileira (tais como administrador, gestor, custodiante ou diretor responsável) em seus documentos, mas sim outras figuras, como o *Sponsor*.

Por oportuno, esclarecemos que algumas características particulares acima mencionadas também se aplicam aos REITs, como a possibilidade de negociação em mercado secundário, além de outras características identificadas apenas nos REITs, como o fato de serem listados como empresas, razão pela qual os entraves para investimentos em tais estruturas por vezes também se verificam nos REITs.

Em razão das características particulares dos ETFs Internacionais e REITs e da incompatibilidade acima abordada, que por vezes prejudica os investidores em razão da impossibilidade de concretização do investimento pretendido ou da opção por instrumentos financeiros de menor liquidez e maior custo, propomos que os requisitos previstos no atual art. 43, §1º, III, do Anexo I não sejam aplicáveis aos ETFs Internacionais e aos REITs, de modo que se limitem aos requisitos gerais para fundos ou veículos de investimento previstos no art. 41, II, do Anexo I. A redação abaixo ilustra a proposta de inclusão de parágrafo adicional ao art. 43:

Art. 43, §6º - As aplicações em cotas de fundos de índice e fundos imobiliários no exterior ficam dispensadas do cumprimento dos requisitos estabelecidos no § 1º, inciso II.

III.6. Aquisição de valores mobiliários elegíveis a lastro de BDR

Com a entrada em vigor da Resolução CVM 3, em setembro de 2020, que introduziu alterações à ICVM 359 e à Instrução CVM 332 (“ICVM 332”), os investidores em geral passaram a ter maior flexibilidade para realizar diretamente investimentos no exterior, inclusive por meio do investimento em BDRs Nível I.

Tendo em vista que, a partir da Resolução CVM 3, os investidores passaram a ter a possibilidade de, diretamente, investir em BDRs com lastro em valores mobiliários no exterior que atendam aos requisitos previstos no art. 1º, Anexo 32-I, da Resolução CVM 3 e, no caso de investimento em fundos de índices negociados no exterior, às exigências introduzidas na ICVM 359 pelo art. 3º da Resolução CVM 3⁹, propomos que a mesma condição também seja observada em relação a esses mesmos investidores quando do investimento por meio de fundos de investimento.

⁹ “Art. 1º Os certificados de depósito de valores mobiliários – BDR podem ter como lastro:

I – ações emitidas por emissores estrangeiros que sejam registrados e estejam sujeitos à supervisão da entidade reguladora do mercado de capitais de seu principal mercado de negociação e que observem, ainda, um dos seguintes critérios abaixo:

a) tenham ativos e receitas no Brasil que correspondam a menos de 50% (cinquenta por cento) daqueles constantes das demonstrações financeiras individuais, separadas ou consolidadas, prevalecendo a que melhor representar a essência econômica dos negócios para fins dessa classificação; ou

b) cujo principal mercado de negociação atenda aos requisitos previstos no § 7º deste artigo; e

II – valores mobiliários representativos de dívida listados ou admitidos à negociação em mercado de bolsa de valores ou em plataforma eletrônica de negociação que atenda aos requisitos previstos nos incisos I e II § 7º deste artigo.

(...)

§ 7º Nos casos previstos no inciso I, “b”, do caput, o principal mercado de negociação do emissor deve ser uma bolsa de valores e, cumulativamente:

I – ter sede fora do Brasil e em país cujo órgão regulador tenha celebrado com a CVM acordo de cooperação sobre consulta, assistência técnica e assistência mútua para a troca de informações, ou seja signatário do memorando multilateral de entendimento da Organização Internacional das Comissões de Valores – OICV; e

II – ser classificada como “mercado reconhecido” no regulamento de entidade administradora de mercado organizado de valores mobiliários aprovado pela CVM.

“Art. 74-B. Os BDR somente podem ser lastreados em cotas de fundos de índice admitidas à negociação em mercados organizados de valores mobiliários e custodiadas em países cujos órgãos reguladores tenham celebrado com a CVM acordo de cooperação sobre consulta, assistência técnica e assistência mútua para a troca de informações, ou sejam signatários do memorando multilateral de entendimentos da Organização Internacional das Comissões de Valores – OICV.

Art. 74-D. Os fundos cujas cotas sirvam de lastro para a emissão de BDR e seus respectivos índices de referência devem observar os critérios e as vedações previstas nos §§ 2º e seguintes do art. 2º desta Instrução.

Em relação aos requisitos que a Resolução CVM 3 introduziu à ICVM 332 e à ICVM 359 especificamente para que quaisquer investidores possam adquirir BDRs diretamente em suas carteiras (art. 3º; §1º; inciso I; alínea d, “3”, da ICVM 332, e art. 74-G, inciso I, da ICVM 359)¹⁰, entendemos que, considerando a forma como a indústria de fundos está estruturada, tais requisitos não devem ser aplicáveis ao investimento direto em tais ativos lastro via fundos de investimento.

Isso porque os fundos de investimento contam com a figura do gestor profissional, um prestador de serviço que, diferentemente do investidor geral, é tecnicamente qualificado, capaz de avaliar ativos que não apresentem as características previstas em tais requisitos, e está sujeito a deveres de conduta que buscam resguardar os interesses dos investidores.

Importante destacar que, em oposição ao investimento direto no BDR, o investimento no ativo passível de ser lastro do BDR via fundo de investimento apresenta maior liquidez, custo inferior, além de não se sujeitar a restrições nos horários de negociação.

¹⁰ “Art. 3º (...)

d) aquisição permitida a:

(...)

3. quaisquer investidores, caso:

3.1. o mercado de maior volume de negociação desses ativos, nos 12 (doze) meses anteriores, seja um ambiente de mercado estrangeiro classificado como “mercado reconhecido” no regulamento de entidade administradora de mercado organizado de valores mobiliários aprovado pela CVM, considerando, em conjunto, os valores mobiliários objeto dos certificados de depósito e os próprios certificados de depósito que os representem; e

3.2. o emissor dos valores mobiliários que servem de lastro aos BDR esteja sujeito à supervisão por parte da entidade reguladora do mercado de capitais do mercado de maior volume de negociação.”

Art. 74-G. A aquisição de BDR é permitida a:

I – quaisquer investidores, caso:

a) as cotas objeto dos certificados de depósito tenham como mercado de negociação de maior volume uma das bolsas de valores estrangeiras classificadas como “mercado reconhecido” no regulamento de entidade administradora de mercado de valores mobiliários aprovado pela CVM; e

b) o emissor das cotas que servem de lastro aos BDR esteja sujeito à supervisão por parte da entidade reguladora do mercado de capitais do “mercado reconhecido”;”

A fim de trazer alguns exemplos em relação à liquidez, segundo dados da Bloomberg, no mês de janeiro de 2021 (i) BDRs da Apple tiveram uma média diária de negociação de 2.769,95 BDRs, ao passo que as ações da Apple no exterior tiveram uma média diária de negociação 898.691,93 ações; (ii) BDRs da Visa tiveram uma média diária de negociação de 75,00 BDRs, ao passo que as ações da Visa no exterior tiveram uma média diária de negociação de 119.672,16 ações; e (iii) BDRs da Alibaba tiveram uma média diária de negociação de 1.947,16 BDRs, ao passo que as ações da Alibaba no exterior tiveram uma média diária de negociação de 290.305,05 ações.

Em relação ao custo, considerando dados da Bloomberg referentes ao mês de janeiro de 2021, se um investidor comprasse BDRs de ETF no Brasil, o spread médio destes BDRs, ou seja, a diferença de preço entre a oferta de compra e a oferta de venda desses BDRs, seria de 73 bps (considerando a média de spread dos 39 BDRs de ETF disponíveis à época), enquanto em seu mercado de origem a média de spread seria de 3bps. A partir dessa informação, depreende-se que em janeiro de 2021 havia uma diferença de custo do spread de 70bps, o que implica dizer que o custo para operar BDRs de ETF seria, em média, 70bps superior ao custo para operar com os exchange-traded fund (“ETFs”) que eram lastro desses mesmos BDRs de ETF.

Ainda segundo dados da Bloomberg referentes ao mês de janeiro de 2021, se um investidor comprasse o BDR de ETF de menor spread no período (BVIB39), a diferença seria de 25bps.

Quanto ao horário de negociação dos BDRs, é importante destacar que por vezes eles não são compatíveis com os horários de negociação do ativo lastro, o que pode eventualmente fazer com que o preço do BDR não acompanhe o preço de negociação do ativo lastro.

Por todo o acima, propomos que o art. 43, §2º, do Anexo I seja substituído pela redação abaixo:

Art. 43, §2º - Nas classes de cotas destinadas ao público em geral, a política de investimentos pode extrapolar o limite estabelecido no inciso III do caput, desde que ~~todos~~ os investimentos que excederem tal limite ocorram por meio de ~~fundos ou veículos de investimento no exterior que, em acréscimo aos requisitos estabelecidos no § 1º, contem com, no mínimo, o seguinte aparato:~~

I - Fundos ou veículos de investimento no exterior, devendo o gestor cumprir os requisitos estabelecidos no inciso II, §1º;

II - ações emitidas por emissores estrangeiros que sejam registrados e estejam sujeitos à supervisão da entidade reguladora do mercado de capitais de seu principal mercado de negociação e que observem, ainda, um dos seguintes critérios: a) tenham ativos e receitas no Brasil que correspondam a menos de 50% (cinquenta por cento) daqueles constantes das demonstrações financeiras individuais, separadas ou consolidadas, prevalecendo a que melhor representar a essência econômica dos negócios para fins dessa classificação; ou b) cujo principal mercado de negociação seja uma bolsa de valores e, cumulativamente, atenda os seguintes requisitos: i) ter sede fora do Brasil e em país cujo órgão regulador tenha celebrado com a CVM acordo de cooperação sobre consulta, assistência técnica e assistência mútua para a troca de informações, ou seja signatário do memorando multilateral de entendimento da Organização Internacional das Comissões de Valores – OICV; e ii) ser classificada como “mercado reconhecido” no regulamento de entidade administradora de mercado organizado de valores mobiliários aprovado pela CVM;

III - valores mobiliários representativos de dívida listados ou admitidos à negociação em mercado de bolsa de valores ou em plataforma eletrônica de negociação que atenda aos requisitos previstos nos subitens “i” e “ii” da alínea “b” do inciso II acima; e

IV - cotas de fundos de índice admitidas à negociação em mercados organizados de valores mobiliários e custodiadas em países cujos órgãos reguladores tenham celebrado com a CVM acordo de cooperação sobre

consulta, assistência técnica e assistência mútua para a troca de informações, ou sejam signatários do memorando multilateral de entendimentos da Organização Internacional das Comissões de Valores – OICV, bem como devem observar o disposto no art. 2º, §§ 2º e seguintes da Instrução CVM 359.

Entendemos que a proposta acima está alinhada aos limites trazidos pela minuta do Anexo I ao permitir, por exemplo, que fundos destinados a investidores em geral invistam até 100% (cem por cento) em BDR-ETF.

Ainda em relação aos BDRs, tendo em vista que o investimento em ativos no exterior não está sujeito à observância de limites de concentração por emissor e por modalidade de ativo, entendemos que não há que se falar em dispensa de tais limites no caso de ativos no exterior, razão pela qual propomos que a redação do art. 43, §5º, do Anexo I seja alterada conforme sugestão de redação que segue abaixo:

§ 5º ~~As aplicação de recursos em BDR Nível I está dispensada de observância aos limites de concentração por emissor e por modalidade de ativo financeiro dispostos neste Anexo I para os investimentos no exterior, devendo as aplicações em BDR equiparam-se a ativos domésticos, devendo serem computadas nos cálculos dos referidos limites por emissor e por modalidade de ativo financeiro em conjunto com as aplicações em ativos domésticos.~~

Abaixo consolidamos as propostas de alteração ao art. 43 do Anexo I com o intuito de facilitar a visualização da redação final do referido dispositivo caso sejam aceitas as alterações ora pleiteadas:

Art. 43. Os fundos categorizados nos termos deste Anexo I devem observar os seguintes limites de concentração ao aplicar em ativos financeiros no exterior:

I – ilimitado, para:

- a) classes categorizadas como “Renda Fixa – Dívida Externa”; e
 - b) classes exclusivamente destinadas a investidores profissionais.
- II - até ~~40%~~ 60% (~~quarenta~~ sessenta por cento) de seu patrimônio líquido para classes exclusivamente destinadas a investidores qualificados; e
- III – até ~~20%~~ 40% (~~vinte~~ quarenta por cento) de seu patrimônio líquido para as classes destinadas ao público em geral.

§ 1º A política de investimentos da classe de cotas destinada exclusivamente a investidores qualificados pode extrapolar o limite estabelecido no inciso II do caput, desde que a categorização da classe de cotas seja preservada e, em relação à parcela que extrapolar o referido limite:

~~I – a categorização da classe de cotas seja preservada;~~

~~II – o regulamento disponha pormenorizadamente sobre os diferentes ativos que pretende adquirir no exterior, indicando:~~

- a) a região geográfica em que foram emitidos;
- b) se a sua gestão é ativa ou passiva;
- c) se é permitida compra de cotas de fundos e veículos de investimento no exterior;

~~III – se for o caso, o gestor assegure-se de que os referidos fundos de investimentos ou veículos de investimento no exterior referidos na alínea “c” do inciso I deste § 1º:~~

a) submetem-se à regulação e supervisão exercida por autoridade local reconhecida ou possua documentos que prevejam:

~~1. a aprovação para a sua constituição;~~

~~2. a obrigatoriedade de demonstrações financeiras auditadas por empresa de auditoria independente;~~

~~3. que seus documentos sejam aprovados pelo regulador ou mantidos à sua disposição e disponibilizados ao investidor;~~

~~4. sem prejuízo do disposto no inciso II abaixo, que o valor de suas cotas seja calculado a cada resgate ou investimento e, no mínimo, uma vez a cada 30 (trinta) dias;~~

~~53.~~ regras sobre gestão de riscos, inclusive de liquidez, que tenham requisitos formais para o monitoramento, revisão e avaliações qualitativas e quantitativas;

~~64.~~ princípios para precificação dos ativos e que esta seja feita por área segregada ou por terceiros habilitados;

~~75.~~ regras para diversificação dos investimentos, limites de concentração por emissor ou alertas acerca do risco de eventual concentração, aplicáveis também aos ativos subjacentes, no caso de derivativos;

~~86.~~ tratamento para venda a descoberto e alavancagem;

~~97.~~ no caso de operações de balcão, que a contraparte associada seja instituição financeira regulada e supervisionada por autoridade local reconhecida; e

~~b) possuam documentos que:~~

~~18.~~ **demonstrem** os níveis de controle de risco, e a estrutura de governança dos fundos investidos, indicando o administrador, gestor, custodiante, demais prestadores de serviço, o diretor responsável pelo fundo no exterior e suas respectivas funções;

~~219.~~ **evidenciem** as remunerações, despesas, taxas e encargos; e

~~310.~~ **identifiquem** os fatores de riscos e as restrições de investimentos.

§2º - Nas classes de cotas destinadas ao público em geral, a política de investimentos pode extrapolar o limite estabelecido no inciso III do caput, desde que ~~todos~~ os investimentos que excederem tal limite ocorram por meio de ~~fundos ou veículos de investimento no exterior que, em acréscimo aos requisitos estabelecidos no § 1º, contem com, no mínimo, o seguinte aparato:~~

I - Fundos ou veículos de investimento no exterior, devendo o gestor cumprir os requisitos estabelecidos no inciso II, §1º;

II - ações emitidas por emissores estrangeiros que sejam registrados e estejam sujeitos à supervisão da entidade reguladora do mercado de capitais de seu principal mercado de negociação e que observem, ainda, um dos seguintes critérios: a) tenham ativos e receitas no Brasil que correspondam a

menos de 50% (cinquenta por cento) daqueles constantes das demonstrações financeiras individuais, separadas ou consolidadas, prevalecendo a que melhor representar a essência econômica dos negócios para fins dessa classificação; ou b) cujo principal mercado de negociação seja uma bolsa de valores e, cumulativamente, atenda os seguintes requisitos: i) ter sede fora do Brasil e em país cujo órgão regulador tenha celebrado com a CVM acordo de cooperação sobre consulta, assistência técnica e assistência mútua para a troca de informações, ou seja signatário do memorando multilateral de entendimento da Organização Internacional das Comissões de Valores – OICV; e ii) ser classificada como “mercado reconhecido” no regulamento de entidade administradora de mercado organizado de valores mobiliários aprovado pela CVM;

III - valores mobiliários representativos de dívida listados ou admitidos à negociação em mercado de bolsa de valores ou em plataforma eletrônica de negociação que atenda aos requisitos previstos nos subitens “i” e “ii” da alínea “b” do inciso II acima; e

IV - cotas de fundos de índice admitidas à negociação em mercados organizados de valores mobiliários e custodiadas em países cujos órgãos reguladores tenham celebrado com a CVM acordo de cooperação sobre consulta, assistência técnica e assistência mútua para a troca de informações, ou sejam signatários do memorando multilateral de entendimentos da Organização Internacional das Comissões de Valores – OICV, bem como devem observar o disposto no art. 2º, §§ 2º e seguintes da Instrução CVM 359.

§ 3º No cômputo dos limites dispostos neste artigo, devem ser considerados os contratos derivativos investidos pelos fundos ou veículos de investimento no exterior, em função do valor de exposição, corrente e potencial, que acarretem sobre as posições detidas pelo fundo investidor, apurado com base em metodologia consistente e passível de verificação.

§ 4º As aplicações em ativos financeiros no exterior não são cumulativamente consideradas no cálculo dos correspondentes limites de

concentração por emissor e por modalidade de ativo financeiro aplicáveis aos ativos domésticos.

§ 5º As ~~aplicação de recursos em BDR Nível I está dispensada de observância aos limites de concentração por emissor e por modalidade de ativo financeiro dispostos neste Anexo I para os investimentos no exterior, devendo as aplicações em BDR equiparam-se a ativos domésticos, devendo serem~~ computadas nos cálculos dos ~~referidos~~ limites por emissor e por modalidade de ativo financeiro em conjunto com as aplicações em ativos domésticos.

§6º - As aplicações em cotas de fundos de índice e fundos imobiliários no exterior ficam dispensadas do cumprimento dos requisitos estabelecidos no § 1º, inciso II.

III.7. Requisitos dos Ativos no Exterior

Considerando que por vezes pode haver dificuldade para o custodiante realizar a verificação prevista no art. 40, §2º, II e obter as informações necessárias, propomos que a redação que consta atualmente da ICVM 555 seja mantida, conforme sugestão que segue:

Art. 40, §2º, II – ter sua existência diligentemente verificada pelo administrador ou pelo custodiante do fundo, conforme definido em regulamento, que deve verificar, ainda, que tais ativos estão escriturados ou custodiados, em ambos os casos, por entidade devidamente autorizada para o exercício da atividade por autoridade de países signatários do Tratado de Assunção ou em outras jurisdições, desde que, neste último caso, seja supervisionada por autoridade local reconhecida.

Considerando a prática de mercado e o fato de por vezes o custodiante não ter estabelecido um processo para fins de cumprimento ao art. 41, I, propomos que a redação que consta atualmente da ICVM 555 seja mantida, conforme sugestão que segue:

Art. 41, I - I – o [administrador, diretamente ou por meio de](#) custodiante do fundo investidor deve certificar-se de que o custodiante ou escriturador do fundo ou veículo de investimento no exterior possui estrutura, processos e controles internos adequados para desempenhar as seguintes atividades:

A fim de corrigir a referência que consta do art. 41, §1º, II, propomos o seguinte ajuste:

Art. 41, §1º, II – os fundos ou outros veículos de investimento investidos no exterior só podem realizar operações com derivativos que observem o disposto no art. ~~39~~ [40](#), § 4º, deste Anexo I; e

III.8. Divulgação de Cota (art 26, I do Anexo I)

Propusemos, abaixo, a inclusão de um novo parágrafo ao art. 26 para acomodar a possibilidade de divulgação da cota com defasagem, independentemente da periodicidade, para compatibilizar a regra divulgação local com estruturas de investimento em fundos offshore com defasagem de cálculo e divulgação de cota.

Atualmente, nesses casos, os participantes são obrigados a divulgar as cotas dos fundos locais com base na última informação disponível do preço da cota do fundo offshore, que, nesses casos, é uma informação defasada em relação à data de divulgação do fundo local (cota de d-2 do fundo investido, por exemplo).

Como a defasagem, nesses casos, é insanável (ou seja, não pode ser corrigida por mecanismos atualmente permitidos pela regulamentação aplicável, como a flexibilidade já existente de periodicidade de divulgação da cota), entendemos que o ideal seria permitir que os fundos locais divulgassem a cota nos mesmos moldes do fundo offshore investido.

Do nosso ponto de vista, é mais transparente para o cotista e evita potenciais inconsistências com o fundo offshore (que, de outra forma, teria cotas diferentes para os mesmos dias). Eventual risco de transferência de riquezas estaria mitigado por mecanismos de janela de aplicação e resgate, da mesma forma como já é feito hoje, não sendo, portanto, esta uma questão que inviabilize a estrutura e flexibilização que estamos propondo.

Art, 26 (...)

§8º Caso a classe invista preponderantemente em fundo de investimento constituído no exterior cujo valor das cotas é divulgado com defasagem, será admitido que a classe local faça a divulgação de suas cotas de acordo com os mesmos parâmetros.

IV. Política de Investimento e Condições dos Ativos

Considerando a redação proposta por esta D. Autarquia para o Capítulo VIII do Anexo I, que trata dos requisitos e limites aplicáveis ao ativos financeiros e às carteiras dos fundos de investimento, gostaríamos de fazer os seguintes comentários:

IV.1. Art. 37, §2º (Anexo I) – Requisitos dos Ativos Financeiros

O art. 37 da minuta de Resolução dispõe genericamente sobre os requisitos mínimos dos ativos financeiros passíveis de compor a carteira dos fundos de investimento, atualmente contemplado no art. 95 da ICVM 555.

No entanto, verificamos que o art. 37, §2º, da proposta suprime a possibilidade de cumprimento do requisito por meio da “custódia”, o que gera o efeito de que todo ativo emitido por emissor referido nos incisos II ou IV do art. 44 tenha que ser necessariamente objeto de depósito centralizado, uma vez que este §2º não traz a alternativa do registro, prevista apenas no §1º.

Acreditamos que, mantida a disposição como está, poderá haver dificuldade relevante para que alguns tipos de ativos financeiros possam vir a ser adquiridos por fundos de investimento, como por exemplo os ativos hoje previstos no art. 2º, V, “h” da ICVM 555.

Sendo assim, pedimos a exclusão deste §2º, dado que, entendemos que o registro já deveria trazer segurança suficiente a viabilizar a detenção desses ativos pelos fundos de investimento financeiro (regidos pelo Anexo Normativo I), mesmo no caso de ativos emitido pelos emissores dos referidos incisos. Reiteramos que, caso mantido o dispositivo como está, temos receio de que ativos plenamente autorizados, embora menos comuns (entre eles, por exemplo, os ativos referidos no art. 2º, I, “g” do Anexo Normativo I), com relação aos quais a possibilidade de depósito centralizado porventura não esteja disponível, não mais atendam ao requisito aqui disposto, inviabilizando sua detenção, na prática, por referidos fundos.

IV.2. art. 44, II (Anexo I) - Limites por emissor e BDRs

Notamos que o art. 44, II, Anexo I, da minuta da Resolução prevê que os BDR-Ações serão computados no limite de 10% (dez por cento) do patrimônio líquido dos fundos de investimento.

Inicialmente, propomos que os limites aplicáveis aos BDR-Ações e BDR-Dívida Corporativa sejam computados com base no emissor do ativo lastro do BDR, como forma de equalizar o tratamento dado aos BDRs e os demais ativos sujeitos aos limites previstos no art. 44.

Adicionalmente, importante destacar que tal como ocorre com ações no Brasil, por exemplo, o emissor do lastro do BDR-Ações e do BDR-Dívida Corporativa poderá ser

uma companhia aberta ou assemelhada, mas também poderá ser uma instituição financeira em seus país de origem.

Sendo assim, sugerimos que o texto do dispositivo seja adaptado da seguinte forma:

Art. 44, II – até 10% (dez por cento) do patrimônio líquido de cada classe de cotas quando o emissor for companhia aberta ~~e, no caso de aplicações em BDR – Ações, quando o emissor for companhia aberta ou assemelhada~~ a companhia aberta, nos termos de norma específica;

Art. 44, §10º - No caso de BDR-Ações e BDR-Dívida Corporativa, o cálculo do limite de concentração por emissor deverá considerar o emissor do ativo lastro do BDR, podendo, no caso de emissor que seja instituição financeira regulada no país de origem, enquadrar-se no limite previsto no art. 44, I.

Por fim, gostaríamos de destacar que o mercado discutiu e fará outras propostas de alteração ao dispositivo por meio da ANBIMA, inclusive para que a aplicação em cotas de fundos/classes de investimento passe a não estar sujeita a limites por emissor.

IV.3. art. 45 (Anexo I) – Limites por Modalidade e Restrições a Investimentos em Cotas de Fundos

Não vislumbramos benefício ou bem jurídico relevante que justifique uma limitação ao investimento em cotas de fundos regulados pela ICVM 555, seja no âmbito da modalidade de ativos ou do emissor, e uma permissão expressa nesses termos de forma alguma contribuiria negativamente para a higidez do mercado ou para a defesa dos interesses dos cotistas. Sendo assim, com o intuito de evitar assimetrias no mercado a respeito deste ponto, sugerimos flexibilizar expressamente os limites por emissor aplicáveis a essa modalidade de ativo.

A alteração proposta acima reverter-se-á em maior flexibilidade e dinamismo na estratégia de gestão dos fundos, em benefício de seus cotistas. A este respeito tomamos como premissa, por óbvio, que tais limites dependeriam de previsão prévia nos documentos oficiais das classes.

Considerando que a indústria já se utiliza de limites mais flexíveis por ativo para investimento em fundos regulados pela ICVM 555 e Fundos de Índice, recomendamos que esta possibilidade conste de forma mais clara no art. 45 da nova Resolução, conforme proposta de redação que faremos abaixo.

Considerando que a ICVM 555 é atualmente silente a respeito do investimento em cotas de fundos de investimento em participações (“FIPs”) pelos fundos de investimento, sugerimos incluir previsão expressa a este respeito no art. 45. Além disso, de forma a equiparar os dispositivos aplicáveis a FICs e a FIs, propomos a alteração da redação do §1º do referido dispositivo, à semelhança da regra existente atualmente no âmbito no art. 119, §8º, da ICVM 555.

Adicionalmente, considerando (i) o disposto acima em relação à utilização de limites mais flexíveis para Fundos de Índice, bem como a redação proposta por esta D. autarquia para o art. 45, §1º, a qual faz referência aos BDR-ETF; e (ii) que, em relação aos BDR-Ações e BDR-Dívida Corporativa (a) tais BDR por vezes podem ser distribuídos por oferta pública, nos termos previstos na ICVM 332; e (b) ainda que não sejam distribuídos por oferta pública, o ativo lastro de referidos BDR está sujeito à observância de requisitos específicos, sendo alguns de tais requisitos relativos ao principal mercado de negociação, propomos que os BDR componham o rol de ativos que não estão sujeitos aos limites de concentração por modalidade de ativo.

Seguem abaixo as propostas de ajustes ao dispositivo:

Art. 45 (...)

I – até 20% (vinte por cento) do patrimônio líquido para o conjunto dos seguintes ativos:

~~*a) cotas de fundos de investimento registrados com base neste Anexo I;*~~

~~*b) cotas de fundos de investimento em cotas registrados com base neste Anexo I;*~~

e a) cotas de fundos de investimento categorizados com base neste Anexo I e destinados exclusivamente a investidores qualificados;

~~*b) cotas de fundos de investimento em cotas de qualquer categoria e destinados exclusivamente a investidores qualificados;*~~

e c) cotas de Fundos de Investimento Imobiliário - FII;

~~*d) cotas de Fundos de Investimento em Direitos Creditórios - FIDC;*~~

~~*e) cotas de Fundos de Investimento em Fundos de Investimento em Direitos Creditórios - FIC-FIDC;*~~

~~*h) cotas de fundos de índice admitidos à negociação em mercado organizado;*~~

~~*i) BDR-ETF;*~~

~~*f) Certificados de Recebíveis Imobiliários - CRI;*~~*e*

g) cotas de fundos de investimento em participação destinados a investidores qualificados; e

~~*h) outros ativos financeiros não previstos nos incisos II e III do caput.*~~

(...)

III – não há limite de concentração por modalidade de ativo financeiro para o investimento em:

a) títulos públicos federais e operações compromissadas lastreadas nestes títulos;

b) ouro, desde que adquirido ou alienado em negociações realizadas em mercado organizado;

c) títulos de emissão ou coobrigação de instituição financeira autorizada a funcionar pelo Banco Central do Brasil;

d) valores mobiliários diversos daqueles previstos no inciso I, desde que objeto de oferta pública registrada na CVM, observado, ainda, o disposto no § 4º;

e) notas promissórias, debêntures e ações, desde que tenham sido emitidas por companhias abertas e objeto de oferta pública;

f) contratos derivativos, exceto se referenciados nos ativos listados nos incisos I e II;

g) cotas de fundos de investimento registrados com base neste Anexo I;

h) cotas de fundos de investimento em cotas registrados com base neste Anexo I;

i) cotas de fundos de índice admitidos à negociação em mercado organizado;

e

j) BDR

~~*§ 1º As classes de cotas categorizadas com base neste Anexo I podem ultrapassar o limite de que tratam as alíneas "a", "b", "h" e "i" do inciso I, desde que atendam ao disposto nos arts. 62 e 63. A classe categorizada como "Multimercado" destinada exclusivamente a investidores qualificados pode investir em cotas de Fundos de Investimento Imobiliário, Classes de Investimento em Diretos Creditórios, Classes de Investimento em Cotas de Classes de Investimento em Diretos Creditórios, Fundos de Investimento em Participações e Fundos de Investimento em Cotas de Fundos de Investimento em Participações, nos limites estabelecidos em seu Anexo.*~~

~~*(...)*~~

~~*§ 6º. A classe não destinada a investidores qualificados que realizar a aquisição de cotas de Fundos de Investimento em Participações – FIP, nos termos do inciso I, "g", devem ser constituídas como condomínio fechado.*~~

V. Insolvência da Classe

Houve grande discussão no mercado sobre os procedimentos a serem observados no caso de ocorrência de patrimônio líquido negativo em classes com previsão de

responsabilidade limitada. Não vamos replicar aqui todas as propostas sugeridas pelo mercado, uma vez que elas serão devidamente endereçadas pelas entidades de mercado e associações.

No entanto, gostaríamos de fazer alguns comentários específicos de pontos mais sensíveis ou que, no nosso entendimento, mereçam complementação.

V.1. Declaração Judicial de Insolvência da Classe

Verificamos que diversas remissões ao instituto da insolvência no Edital fazem referência a “fundos de investimento”, sem entrar no mérito de que o tratamento a ser dado em situações de inadimplência deve ser realizado no nível da classe de cada fundo. Em nosso entendimento, a insolvência não deve abarcar todo o fundo e conseqüentemente suas demais classes, especialmente considerando-se a lógica trazida pelo Edital no que tange à independência entre as classes e segregação patrimonial.

Sob o aspecto legal, entendemos que os parágrafos 1º e 2º do art. 1.368-E do Código Civil, com a redação dada pela Lei de Liberdade Econômica, ao se referirem à “insolvência dos fundos de investimento”, devem ser interpretados de forma harmônica com o art. 1.368-D, III e, especialmente, §3º do art. 1.368-D, que preveem que “o patrimônio segregado referido no inciso III do caput deste artigo só responderá por obrigações vinculadas à classe respectiva, nos termos do regulamento”. Ou seja, ainda que os parágrafos do art. 1.368-E façam referência à insolvência do fundo, numa interpretação sistemática da norma, entendemos que não se pode ler essas disposições isoladamente, sem considerar a regra do patrimônio segregado das classes, estipulada clara e expressamente na mesma Lei.

Vale destacar que, se não houver tal interpretação e premissa clara na nova norma de que a insolvência de uma classe não afetaria o fundo e suas demais classes, temos um considerável risco de a regra não vir a ser aplicada na prática por receio de dúvida

de interpretação dos reguladores e do Poder Judiciário. Sendo assim, entendemos que a redação do §2º do art. 105 deve ser substituída pela seguinte redação:

Art. 105 (...)

~~§ 2º Caso seja tomada em sede de assembleia especial de cotistas, a deliberação a que se refere o inciso IV do § 1º deve ser ratificada pela assembleia geral de cotistas, a ser imediatamente convocada pelo administrador.~~ A declaração judicial de insolvência de uma classe não deverá de qualquer forma afetar as demais classes do fundo de investimento, uma vez que as classes possuem patrimônios segregados e cada classe responde exclusivamente por obrigações por ela contraídas.

Além do ajuste acima, a redação do Capítulo XIII como um todo deverá ser ajustada para prever a insolvência da classe, e não do fundo de investimento.

V.2. Plano de Resolução

Em nossa opinião, o plano de resolução previsto no art. 105, III, "a" da Resolução, deve ser elaborado pelo gestor da classe, que é a instituição mais apta a propor soluções adequadas em relação ao patrimônio líquido negativo, por conhecer e administrar a carteira do fundo.

Considerando que o administrador deverá convocar a assembleia especial para deliberar sobre o plano de resolução apresentado pelo gestor, é importante que o administrador tenha prazo para envio da convocação apartado do prazo de elaboração do plano pelo gestor.

Diante do exposto e partindo do pressuposto de que o administrador fiduciário não terá controle ou ingerência sobre do dia em que receberá o plano de resolução, sugerimos que a contagem do prazo para envio da convocação da assembleia

especial tenha início a partir do recebimento do plano de resolução pelo administrador. Segue sugestão de redação nesse sentido:

Art. 105. (...)

III – imediatamente solicitar que o gestor elabore, em até 20 dias: a) ~~elaborar um~~ plano de resolução do patrimônio líquido negativo, que deve ser encaminhado aos cotistas em conjunto com a convocação da assembleia especial ~~geral~~ de que trata a alínea “b”, do qual conste, no mínimo: 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

b) em até 2 dias úteis do recebimento do plano de resolução elaborado pelo gestor, convocar assembleia ~~geral ou~~ especial de cotistas, ~~conforme o caso~~, para deliberar acerca do referido plano de resolução ~~do patrimônio líquido negativo de que trata a alínea “a”;~~

V.3. Assembleia Especial sobre Plano de Resolução

O art. 105, §4º, da minuta de Resolução determina que o administrador pode realizar a assembleia de cotistas para a discussão e deliberação sobre o plano de resolução sem a presença do gestor.

Em nossa opinião, considerando que é o gestor quem deve elaborar o plano de resolução, ele deve obrigatoriamente comparecer à assembleia de cotistas para esclarecer dúvidas e auxiliar os cotistas a tomarem uma decisão sobre as propostas.

Por este motivo, propomos que o §4º do art. 105, da Resolução, seja excluído.

VI. Formador de Mercado

O §3º do art. 80 da minuta de Resolução em audiência prevê que o serviço de formador de mercado só pode ser prestado por pessoa jurídica que não seja administrador ou gestor do fundo ou parte a algum deles ligada. Entendemos que a adoção dessa disposição na Resolução teria alguns efeitos bastante indesejados, que podem não ter sido percebidos pela CVM ao elaborar a minuta da Resolução a partir da redação atual da ICVM 555.

Gostaríamos de tratar de três temas a esse respeito. O primeiro diz respeito à disparidade atual no tratamento da questão pelas diferentes normas aplicáveis à cada modalidade de fundo de investimento, algo que, salvo por uma ou outra especificidade dessas modalidades, nos parece bastante indesejável. O segundo é a conveniência, em nossa visão, do alinhamento de tratamento, na regra, entre a realização da atividade de formador de mercado por sociedades ligadas ao administrador e gestor, devidamente segregadas, e a realização dessa mesma atividade por áreas devidamente segregadas dentro da mesma sociedade administradora de carteira, notadamente no caso de instituições financeiras que adotam a prática difundida de atuação por meio de múltiplos departamentos, devidamente segregados nos termos da regulação. O terceiro é a conveniência da discussão e reconhecimento de mecanismos facilitadores da aprovação do conflito de interesses associado ao engajamento de parte relacionada ao gestor ou administrador (ou área devidamente segregada das respectivas instituições) como formador de mercado das cotas do fundo, a fim de evitar que a dificuldade de obtenção de quórum de aprovação, em razão do absenteísmo de investidores e outros fatores, possa se tornar, conforme as circunstâncias, obstáculo excessivo para a realização de uma contratação benéfica aos investidores do fundo. Começaremos pelo primeiro.

VI.1. Disparidade atual no tratamento do tema da contratação de partes relacionadas para o serviço de formador de mercado nas diferentes normas aplicáveis a cada modalidade de fundo de investimento

Resumo do panorama regulatório anterior à audiência pública

Mesmo antes da audiência pública, já víamos com certa preocupação a questão da disparidade atual no tratamento do tema pelas diferentes normas aplicáveis a cada modalidade de fundo de investimento, algo que não nos parecia ser propriamente intencional por parte da CVM, mas sim o fruto da evolução histórica separada de cada regra, associada a elementos também históricos de maior difusão de negociação em mercado organizado de cotas de fundos de investimento no mercado brasileiro somente no caso de algumas modalidades de fundos, realidade que tem se alterado nos últimos anos. Evidentemente a nova Resolução trará uma excelente oportunidade de ajustar essa situação, sendo importante, porém, para tanto, que sejam bem compreendidos alguns aspectos.

Resumidamente, temos hoje o seguinte panorama: a Instrução CVM 472, que rege os fundos de investimento imobiliários (FII), prevê a possibilidade de contratação de partes relacionadas ao administrador, gestor ou consultor especializado, mediante aprovação em assembleia (art. 31-A, §2º). Similarmente, a Instrução CVM 578, que rege os fundos de investimento em participações (FIP) prevê a possibilidade de contratação de partes relacionadas ao administrador ou gestor mediante aprovação em assembleia (art. 35, §2º).

A diferença entre as disposições dessas normas reside apenas no fato de que a Instrução CVM 472, que já considerava um cenário de pulverização de fundos negociados em bolsa, contém também algumas regras facilitadoras da aprovação em assembleia no caso de fundos pulverizados (art. 20, §1º), algo que, com a maior difusão de negociação em bolsa também em outras modalidades de fundos (fundos de índice, FIDC, Fundos regidos pela Instrução 555 e FIP, notadamente no caso de investimentos em infraestrutura) deveria ser considerado também com relação a outras modalidades além dos fundos imobiliários.

A Instrução CVM 356, que rege os fundos de investimento em direitos creditórios (FIDC), atualmente não aborda o tema, situação que nos parece bastante

inadequada. A Instrução CVM 359 (fundos de índice ou ETF), em sua literalidade (art. 25, parágrafo único), prevê somente a vedação à atuação do próprio gestor como formador de mercado das cotas. Porém, é sabido que a SIN-CVM, em conjunto com a SMI-CVM, já se posicionou pela possibilidade da atuação como formador de mercado por partes relacionadas ao gestor (e.g. Ofício-Conjunto nº 3/2017-CVM/GIR, de 31/3/2017).

Finalmente, a Instrução CVM 555 atualmente veda a atuação como formador de mercado pelo administrador, gestor do fundo ou parte a eles relacionada. Pode até se compreender esta disposição de uma perspectiva histórica, considerando a menor difusão, até recentemente, de fundos negociados em mercado organizado nas modalidades regidas pela ICVM 555. A tendência, porém, de que essa realidade mude nos próximos anos, inclusive no contexto dos já mencionados fundos de infraestrutura, desaconselharia, em nossa visão, a manutenção da previsão como está, além, é claro, do aspecto indesejável do desalinhamento entre normas. A ICVM 555 traz uma das regras mais restritivas sobre a questão. E, infelizmente, em razão de a disposição correspondente da minuta de Resolução submetida à audiência ter aparentemente se baseado na ICVM 555, é precisamente essa a regra que foi replicada na minuta de Resolução.

Impactos negativos da adoção da norma conforme prevista na minuta da Resolução submetida à audiência pública

Vale observar que a Resolução teria aplicação geral às modalidades de fundos, ao menos na ausência de previsão expressa em contrário, presumivelmente. Desse modo, pelo menos no caso do FIDC, parece que, a prevalecer a redação original da minuta, não se vislumbraria a possibilidade de contratação de ligadas, mesmo mediante aprovação em assembleia a partir da vigência da Resolução, algo que, a se confirmar, nos pareceria bastante indesejável.

Poderia surgir dúvida até mesmo sobre o impacto da disposição mais restritiva da Resolução nas disposições atuais mais permissivas da Instrução CVM 472, 578, bem como na viabilidade da manutenção da interpretação da SIN com relação à Instrução CVM 359. Em qualquer caso, não nos parece adequada a manutenção da redação da Resolução como originalmente proposta.

Mais do que isso, parece-nos que seria bastante recomendável que a nova norma, considerando a tendência de maior difusão de fundos negociados em bolsa no mercado brasileiro, bem como os princípios da Lei da Liberdade Econômica, adotasse, no mínimo, a regra mais flexível dentre as disposições nas instruções já hoje vigentes. Haveria ainda duas observações adicionais com relação a essa abordagem, em que vemos oportunidades de avanços, mesmo com relação às normas que hoje regem os FII e os FIP. A primeira é que mesmo o quórum mais flexível previsto na Instrução CVM 472 para a aprovação em assembleia, em alguns cenários, gera dificuldades, de modo que entendemos que seria bastante benéfico se a nova norma viesse a reconhecer a possibilidade de outras formas de tratamento do conflito de interesses em discussão, em linha com precedentes do Colegiado da CVM sobre mecanismos práticos alternativos de aprovação ou tratamento de conflitos em fundos de investimento. A norma poderia, inclusive, prever, adicionalmente, a possibilidade de a SIN-CVM conceder dispensas de quórum em algumas circunstâncias. Voltaremos a este ponto no item VI.3 adiante.

A segunda observação diz respeito ao tema, já anteriormente mencionado, da necessidade de alinhamento de tratamento, na regra, entre (i) a realização da atividade de formador de mercado por sociedades ligadas ao administrador e gestor, devidamente segregadas, e (ii) a realização da atividade por áreas devidamente segregada dentro da mesma sociedade administradora de carteira, notadamente no caso de instituições financeiras que adotam a prática difundida de atuarem com múltiplos departamentos, devidamente segregados nos termos da regulação. Neste caso, acreditamos ser conveniente, na avaliação do assunto, a consideração dos aspectos da regulação aplicável aos formadores de mercado e da

segregação de atividades exigida dos administradores de carteira, como mecanismos justificadores de uma flexibilização em algumas circunstâncias. É o tema que passaremos a abordar a seguir.

VI.2. Casos em que uma mesma sociedade, notadamente, uma instituição financeira, cumula diferentes atividades mediante estrita observância de normas de segregação de atividades expressamente previstas na regulação

- **Algumas Premissas regulatórias**

Antes de discutir a questão suscitada propriamente dita, pode ser útil recapitular algumas premissas.

Primeiramente, a regulação da atividade de formador de mercado. A atividade de formador de mercado é sujeita a regulação e supervisão, sendo expressamente vedados o uso indevido de informação privilegiada e outros ilícitos (Instrução CVM 384, e.g. arts. 5º, 6º e 9º). Os formadores de mercado estão sujeitos a credenciamento nos termos das normas e regulamentos das bolsas e entidades administradoras de balcão organizado, as quais são sujeitas à prévia aprovação pela CVM (arts 3º e 4º, IV da mesma Instrução). O art. 9º da Instrução CVM 384 veda aos formadores de mercado o acesso a "*informações relevantes não divulgadas ao mercado, bem como a informações da mesma natureza relativas a companhias controladoras, controladas e coligadas*". Também é vedada a sua atuação caso obtenha acesso a informações relevantes antes de sua comunicação e divulgação ao mercado. Ademais, a regularidade das operações dos formadores de mercado é fiscalizada pelas entidades administradoras dos respectivos mercados de bolsa ou balcão organizado em que atuem (art. 5º). A Instrução CVM 384 também veda ao formador de mercado, por exemplo, atuar de modo que crie, direta ou indiretamente, condições artificiais de demanda, oferta ou preço dos valores mobiliários, ou incorrer práticas não equitativas (art. 6º).

A CVM, em diversos contextos, já reconheceu a licitude da atividade de formador de mercado concomitantemente à realização de outras atividades. Um bom exemplo é a autorização, na regulamentação de ofertas públicas, para que as instituições intermediárias envolvidas em oferta pública de distribuição possam negociar com valores mobiliários de emissão do ofertante ou do emissor durante o período de distribuição se as operações forem realizadas por esses agentes na qualidade de formador de mercado.¹¹

Além disso, fundamental considerar a exigência da segregação de atividades na regulação dos administradores de carteiras. Por força da regulação (e.g. arts. 27 e 28 da Resolução CVM 21), quaisquer atividades do formador de mercado desenvolvidas por uma sociedade serão também necessariamente conduzidas de modo completamente segregado de atividades de administração de carteira de valores mobiliários (inclusive administração e gestão de fundos) eventualmente realizadas pela instituição, ou por sociedades a ela ligadas. No detalhamento das obrigações de segregação da Resolução, fica evidente que um dos aspectos preponderantes dessas obrigações é precisamente a prevenção a qualquer fluxo inadequado de informações confidenciais entre as áreas segregadas, conforme arts. 27 e 28 da referida Resolução. Não por outra razão esse tipo de obrigação de segregação de atividades é frequentemente referido internacionalmente pelos termos Information Barriers, ou mesmo Chinese Wall, e constitui aspecto extremamente relevante da regulação das instituições financeiras e de mercado de

¹¹ Instrução CVM 400, art. 48, II, “f”. Nos termos do Edital de Audiência Pública nº 01/09, essa possibilidade já estaria consolidada à época nos precedentes da CVM: a “licitude da atuação do formador de mercado nos períodos de oferta pública, mesmo que a instituição intermediária encarregada de dar liquidez aos papéis participe do consórcio da distribuição, se justifica no fato de ‘a atividade do formador de mercado objetivar apenas assegurar a liquidez aos papéis e estar devidamente regulamentada pela CVM e Bolsa, com dispositivos que procuram inibir práticas de ‘insider trading’ e de criação de condições artificiais de demanda, oferta ou preço dos valores mobiliários objeto da atividade.” Em outras palavras, a CVM reconheceu que as salvaguardas impostas pela regulamentação são suficientes para acomodar a atuação do formador de mercado, ainda que esse agente eventualmente exerça outras funções que, em tese, lhe permitiriam, por exemplo, ter acesso a informações privilegiadas e com isso obter vantagens indevidas, desde que algumas salvaguardas estejam sendo devidamente cumpridas. Acertadamente, a disposição se mantém na audiência em andamento sobre ofertas públicas.

capitais que realizam atividades diversas e prestam serviços múltiplos. Na mesma linha, o art. 1º da Resolução CMN 2.451.

É essencial destacar que as disposições regulatórias, em nenhum momento, sugerem de qualquer forma que a segregação de atividades presumiria o exercício das atividades segregadas obrigatoriamente por sociedades diferentes. Pelo contrário, as disposições regulatórias são claras no sentido de que a segregação é plenamente exigida dentro da mesma sociedade ou instituição.

Parece claro, pelo acima exposto, que as características da atividade exercida pelo formador de mercado, bem como a necessidade de segregação de atividades exigida pela regulamentação aplicável aos administradores de carteira, que previne o fluxo de informações entre as áreas segregadas, já constituem salvaguardas bastante relevantes aptas a mitigar os riscos de um eventual benefício indevido por parte do formador de mercado nos casos em que ele exerça outras funções, ou em que se pudesse temer que ele tivesse acesso a informações privilegiadas de outra maneira (algo que a segregação precisamente busca evitar), riscos esses que parecem constituir as principais preocupações da CVM nesse contexto.

- **Importância da atividade de formador de mercado como premissa adicional na discussão**

Outra premissa a destacar na discussão é a relevância da atividade de formador de mercado. A atividade de formador de mercado tem como objetivo aumentar a liquidez dos valores mobiliários no mercado organizado em que estes sejam negociados. O formador de mercado é um agente que se compromete a manter ofertas de compra e de venda de forma regular e contínua, fornecendo liquidez mínima e referência de preço para o valor mobiliário e respeitando uma diferença máxima pré-estabelecida entre as ofertas de compra e de venda.

A importância da atividade do formador de mercado para prover liquidez aos ativos e, assim, auxiliar na correta formação de seu preço, é objeto de destaque há quase 20 anos por parte da International Organization of Securities Commissions (“IOSCO”), organização que estabelece standards globais em matéria de regulação do mercado de capitais. A IOSCO concluiu, em relatório sobre a influência dos formadores de mercado na criação de liquidez, que “the market maker in general adds to the stability, liquidity and transparency (i.e. price discovery mechanism) of financial markets and is therefor a desirable participant in emerging markets”.¹²

Vale apontar que, por razões diversas, o número de tesourarias de bancos atuando como provedoras de liquidez tem se reduzido, de modo que a exclusão da possibilidade de que um participante relevante no mercado possa negociar um ou mais fundos de investimento retira desse mercado, além do desejável grau de liberdade dos participantes, liquidez e eficiência, e parece desfavorável para o desenvolvimento de fundos de investimento com negociação em mercado organizado (podendo-se citar como exemplos os fundos de índice e os fundos de infraestrutura), preocupação que somente se intensifica no contexto da relevância dos desafios de liquidez do mercado brasileiro, comparativamente a outros mercados internacionais.

Com efeito, considerando as reiteradas compras e vendas de valores mobiliários que devem ser realizadas pelo formador de mercado para cumprir a sua função, bem como que, em momentos de baixa, o formador de mercado muitas vezes precisa adquirir e manter grande quantidade desses valores mobiliários, tal atividade, como destacado pela IOSCO, em geral é exercida por grandes instituições financeiras, mesmo porque pode não ser lucrativa em alguns momentos, notadamente os de queda do mercado. “For these reasons”, concluiu a IOSCO, “**market makers are a desirable entity in emerging markets, and means should therefore be developed**

¹²IOSCO, The Influence of Market Makers in the Creation of Liquidity, 1999, disponível em <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD94.pdf>, p. 2.

to encourage those with adequate finance to step forward and fulfil this role.”
(grifos nossos)¹³

Deste modo, no mercado brasileiro, a possibilidade de escolha pode ser limitada em vários casos, inclusive no caso de fundos (como fundos de índice de renda fixa) que venham a adquirir volume e relevância expressivos em nosso mercado, e para os quais o exercício da função de formador de mercado venha a exigir maior capacidade financeira do prestador de serviço. Neste contexto, é importante assegurar que a regulamentação não crie, de modo desnecessário ou inadvertido, distorções competitivas no desenvolvimento desse mercado.

- **Avaliação da possibilidade de uma mesma sociedade, notadamente, uma instituição financeira, exercer atividade de formador de mercado simultaneamente à atividade de gestão de fundo de investimento, mediante estrita observância da regulação aplicável ao formador de mercado e às normas de segregação de atividade da Res. CVM 21**

Em vista do tratamento regulatório da atividade de formador de mercado, e da expressa exigência de segregação prevista na regulamentação para instituições administradoras e gestoras, acreditamos que não se justifica a atual diferenciação de tratamento na regulação entre a realização da atividade de formador de mercado: (i) por área segregada da própria pessoa jurídica gestora, de um lado, ou (ii) por sociedade a ele ligada, igualmente segregada, de outro. A restrição parece gerar uma distinção artificial no contexto de conglomerados financeiros nos quais veículos diversos atuem simultaneamente, sempre observando regras de segregação, independentemente do veículo legal envolvido. Entendemos assim que a nova Resolução deve tratar de modo similar essas duas situações, eliminando a atual diferenciação de tratamento entre elas, hoje prevista em algumas normas de fundos de investimento, e que em algumas circunstâncias simplesmente vedam o exercício da atividade pelo administrador, e, principalmente, pelo gestor, sem

¹³ IOSCO, Ob. Cit., p. 2.

consideração (i) ao requisito de segregação de atividades, (ii) às disposições que regem a atividade de formador de mercado e (iii) a dinâmica de instituições, notadamente instituições financeiras, que atuam por meio de diversos departamentos de uma mesma sociedade, devidamente segregados nos termos da regulamentação aplicável.

VI.3. Aprovação do Conflito de Interesses. Alguns aspectos práticos

Outro aspecto de potencial preocupação regulatória é o tratamento adequado de conflitos de interesses na seleção de um determinado prestador de serviço como apto a realizar determinada atividade em benefício de um fundo de investimento. A regulação de fundos de investimento frequentemente recorre à aprovação em assembleia de cotistas como mecanismo apto a administrar o correspondente conflito de interesse envolvido na seleção do prestador de serviço. Em que pese a adequação dessa medida em algumas circunstâncias, é fato conhecido que a abordagem também apresenta algumas dificuldades, como “o absenteísmo típico de estruturas em que a propriedade está pulverizada” e o pressuposto nem sempre verdadeiro de que os investidores têm “capacidade de analisar a operação e interesse em que essas lhes sejam submetidas¹⁴.”

Uma das discussões mais extensas acerca da questão ocorreu na discussão sobre a aprovação de conflito no caso de fundos imobiliários, culminando no atual §1º do art. 20 da Instrução CVM 472. Não obstante, observamos que, na prática, mesmo o tratamento ali sugerido para aprovação de conflitos no caso de fundos de investimento com mais de 100 cotistas (quórum de 25% das cotas emitidas) pode se revelar um obstáculo muito relevante em algumas situações.

¹⁴ Conforme discussão no voto do diretor Gustavo Gonzalez na Decisão do Colegiado no PROC. SEI 19957.005558/2020-62, disponível em http://conteudo.cvm.gov.br/decisoes/2020/20200929_R1/20200929_D1913.html

A respeito deste tema, acreditamos ser conveniente uma discussão mais aprofundada acerca da estratégia adequada para o tratamento do conflito de interesses nesses casos. Como sugestão inicial para discussão, incluímos algumas sugestões que, quer nos parecer, poderiam ser um ponto de partida para uma discussão a respeito, mas permanecemos à disposição para aprofundar a discussão sobre alternativas que a CVM veria como adequadas para tratar da questão. Embora reconheçamos que os percentuais de quórum e quantidade de cotistas utilizados na Instrução CVM 472 refletiram avaliações feitas pela CVM no passado, em nossa sugestão inicial para discussão abaixo, deixamos provisoriamente em branco o percentual de quórum que seria exigido no caso de fundos pulverizados ou não, e podemos aprimorar e definir melhor a proposta após ouvir impressões da CVM a respeito do assunto.

Art. 80. ...

§ 3º O serviço de que trata a alínea "c" do inciso III do caput só pode ser prestado por pessoa jurídica ~~que não seja administrador ou gestor do fundo ou parte a algum deles ligada, e~~ que seja cadastrada junto às entidades administradoras dos mercados organizados em que as cotas estejam admitidas à negociação, observada a regulamentação vigente.

§ 4º A prestação do serviço de formador de mercado por partes relacionadas ao administrador ou gestor do fundo, ou, no caso de intermediários financeiros regulados com diferentes departamentos segregados, por áreas devidamente segregadas da própria sociedade administradora ou gestora do fundo, depende da aprovação por maioria de votos dos cotistas presentes e que representem:

I – ___ % (___ por cento), no mínimo, das cotas emitidas, quando o fundo tiver mais de 100 (cem) cotistas; ou

II – _____, no mínimo, das cotas emitidas, quando o fundo tiver até 100 (cem) cotistas.¹⁵

§ 5º Alternativamente à hipótese prevista no §4º, a prestação do serviço de formador de mercado pelas pessoas ali referidas poderá ser aprovada por conselhos consultivos, comitês técnicos ou de investimentos, nos termos do art. 83, ou por outros órgãos de governança similares, remunerados ou não, observadas orientações, requisitos ou condições que venham a ser estabelecidas ou aprovadas pela Superintendência de Relações com Investidores – SIN.

§6º. Adicionalmente à hipótese referida no §5º, a Superintendência de Relações com Investidores – SIN poderá, mediante decisão fundamentada:

I - conceder dispensas ou redução dos requisitos de quórum referidos no §4º,
OU

II - aprovar outros mecanismos de tratamento ou aprovação de conflitos de interesses nas situações referidas no § 4º, alternativos à aprovação em assembleia ali referida, possibilitando a prestação de serviços de formador de mercado naquelas situações.

VII. Taxa de Performance

VII.1. Comentários Gerais

A possibilidade de cobrança da taxa de performance, segundo as regras que a regula atualmente, tem por base três metodologias possíveis: método do ativo, método do passivo e método do ajuste.

¹⁵ Os quóruns atualmente previstos na Instrução CVM 472 são respectivamente 25% (vinte e cinco por cento), no inciso I, e metade, no inciso II.

Com relação ao método do ativo, verifica-se que ele está presente de forma estruturada na regulamentação da CVM há algum tempo, já tendo sido bastante sedimentado na indústria, tanto do ponto de vista mais técnico de cálculo, como do ponto de vista regulatório, motivo pelo qual consideramos desnecessário qualquer comentário ou discussão mais específica sobre o tema.

VII.2. Método do Passivo

O método do passivo, por sua vez, embora seja uma prática de mercado bastante sedimentada e, no nosso entendimento, mais justa, por ser mais precisa no que se refere ao cálculo, foi incorporada à regulamentação de fundos de investimento de forma mais expressa e estruturada há relativo pouco tempo, com a edição da ICVM 555. Na ocasião, embora tenham partido da indústria algumas sugestões pontuais e tentativas de esclarecimento com a esta D. Autarquia, parece-nos que, muito em virtude da multiplicidade e complexidade dos temas objeto de pleitos e questionamentos vindos do mercado, os temas relacionados ao método do passivo não puderam ser endereçados em sua integralidade.

Em virtude disso, aproveitamos a oportunidade deste Edital para propor algumas sugestões de ajuste no texto da regra aplicável a essa modalidade de apuração de taxa de performance. No entanto, esclarecemos que, de acordo com o entendimento pacificado no mercado, tratam-se, a princípio, de ajustes pontuais na tentativa de melhor acomodar o texto regulatório existente às especificidades que caracterizam essa metodologia, já disseminada como prática na indústria de fundos, com o único objetivo de evitar possíveis distorções de interpretação no mercado.

Cientes da complexidade e especificidade do tema, caso esta D. Autarquia entenda conveniente e oportuno, colocamo-nos inteiramente à disposição para debater e expor com pormenores nossas sugestões.

Em linha com as considerações acima, propomos abaixo uma alteração do conceito de “cota base”, de forma a conciliá-lo de forma mais clara às particularidades do método do passivo.

Art. 2º, VIII – cota base: no caso das classes ou subclasses que realizem a cobrança de performance pelo método do ativo, é considerada cota base o valor da cota logo após a última cobrança de taxa de performance efetuada. No caso das classes ou subclasses que realizem a cobrança de performance pelo método do passivo ou do ajuste, é considerada cota base o valor da cota de cada aplicação dos cotistas ou o valor da cota logo após a última cobrança de taxa de performance efetuada em relação a cada aplicação, conforme o caso;

Tendo em vista a modificação que propusemos na definição de ‘cota base’, não vemos necessidade de mudanças substanciais no art. 33, §2º, abaixo, uma vez que a definição já acomodaria adequadamente todos os cenários (método do ativo, passivo e ajuste). Sendo assim, sugerimos apenas alterações pontuais, como único intuito de tornar mais simples e objetivo texto deste dispositivo.

Art. 33(...)

§ 2º É vedada a cobrança de taxa de performance quando o valor da cota da classe ou subclasse for inferior ao ~~seu~~ valor ~~por ocasião da última cobrança efetuada~~ da cota base.

Nos mesmos moldes do comentário que fizemos ao §2º acima, entendemos que há oportunidade para simplificar ainda mais o texto original do §3º do art. 33, com respaldo no novo conceito de ‘cota base’ que estamos propondo e que, do nosso ponto de vista, reflete de forma mais simples e objetiva aparâmetros regulatórios de cálculo e apuração de taxa de performance, independentemente da metodologia utilizada a(método do passivo, método do ajuste e método do ativo).

Art. 33, § 3º Para fins do cálculo da taxa de performance, o valor da cota no momento de apuração do resultado deve ser comparado ao valor da cota base atualizado pelo índice de referência;

~~*I—ao valor da cota base atualizado pelo índice de referência do período transcorrido desde a última cobrança de taxa de performance; ou*~~

~~*II—ao valor da cota de aplicação do cotista atualizado pelo índice de referência, caso esta seja posterior à última cobrança de taxa de performance e a classe cobre a referida taxa pelo método do passivo ou pelo método do ajuste.*~~

VII.3. Substituição do Gestor

Adicionalmente às melhorias propostas acima, sugerimos ajustes ao art. 33, §4º, com a exclusiva finalidade de tornar mais clara a regra já prevista hoje na regulamentação, em linha com a exposição de motivos desta D. Autarquia por ocasião da audiência pública que culminou na edição da ICVM 555. Destacamos que os ajustes abaixo não têm relação com as melhorias propostas acima para o art. 33.

Entendemos que a finalidade deste dispositivo seria mais adequadamente atendida com as melhorias abaixo, uma vez que o § 3º do art. 33 versa exclusivamente a respeito da forma de cálculo e, do nosso ponto de vista, para que seja possível implementar na prática esta dispensa e para que os participantes possam valer-se desta prerrogativa é essencial dispensar também a observância do § 1º, III e do § 2º.

Isso porque o ideal é que (i) o antigo gestor receba a taxa de performance eventualmente provisionada por ocasião da transferência e não posteriormente (quando já não mais constará como prestador de serviço do fundo e poderá receber ou deixar de receber remuneração em virtude de atividade desempenhada por terceiro), ainda que não tenha se passado 6 meses desde que o início do período de apuração (dispensa do § 1º, III); e que (ii) seja possível estabelecer uma nova cota base, que será o parâmetro utilizado pelo novo gestor para fins de apuração e cobrança de taxa de performance, a partir da efetiva transferência de gestão.

Sem essas outras prerrogativas, que supomos já estarem consideradas no conceito de dispensa incorporado na regulamentação de fundos com a edição da ICVM 555, parece-nos que o § 4º teria pouca utilidade prática, motivo pelo qual solicitamos que sejam também incorporados ajustes abaixo propostos, pelos motivos aqui expostos e também com o intuito de evitar assimetrias no mercado.

Art. 33, § 4º. Fica dispensada a observância do [§ 1º, III, §2º e do § 3º](#) na hipótese de substituição do gestor, caso o regulamento do fundo contenha expressa previsão neste sentido e os gestores atual e anterior não pertençam ao mesmo grupo econômico.

VII.4 . Índice de Referência

Sugerimos adicionalmente a flexibilização da redação constante do art. 33, §1º, I, que trata do índice de referência, de forma que os fundos de ações e multimercado que não sejam destinados a investidores qualificados possam cobrar taxa de performance sobre um índice que faça sentido para a sua estratégia de investimento/gestão, independentemente da composição da carteira.

A título de exemplo, podemos citar os casos em que a estratégia de gestão não esteja vinculada a um índice de renda variável em específico (ex.: estratégias *total return*), em que nos parece mais razoável a vinculação da taxa de performance a indicadores de inflação como métricas de geração de valor para os investidores.

Diante do exposto acima, propomos que sejam estabelecidos requisitos na regulamentação, de forma preservar os fundamentos que expusemos aqui para que o fundo possa valer-se de maior flexibilidade e no melhor interesse dos cotistas, conforme abaixo.

Art. 33, § 1º A cobrança da taxa de performance deve atender aos seguintes critérios:

I – vinculação a um índice de referência verificável, originado por fonte independente, compatível com a ~~política de investimento e com os títulos que efetivamente a compoñham~~ estratégia de gestão e objetivo previsto no Anexo da respectiva classe;

VIII. Alterações que Não Dependam de Assembleia Geral ou Especial

Entendemos oportuno que a nova regra amplie o rol de situações que autorizam alterações de regulamento sem a necessidade de deliberação por meio de assembleia de cotistas, quando tais alterações implicarem em benefícios claros aos investidores. Referida sugestão busca trazer maior celeridade para implementação de alterações desta natureza e também reduzir custos com assembleias que teriam apenas tal finalidade.

Conforme o art. 47, inciso III, da minuta de Resolução, o regulamento do fundo pode ser alterado independentemente de realização de assembleia de cotistas quando a alteração envolver redução das taxas devidas apenas aos prestadores essenciais. Nesta mesma linha, entendemos que o rol do inciso III poderia ser ampliado para prever a redução de taxas devidas a qualquer prestador de serviço (exemplo custodiante), bem como entendemos que poderiam ser incluídas outras alterações benéficas aos cotistas como, por exemplo, redução de prazo de cotização, redução do prazo para pagamento de resgate, redução ou exclusão de prazo de carência, bem como demais situações que esta D. Autarquia entenda que sejam exclusivamente benéficas aos cotistas com foco na celeridade da implementação deste ajustes e redução de custos para o fundo evitando assembleias que tenham apenas tal finalidade.

De acordo com as propostas acima, também fizemos sugestão de ajuste ao art. 45, Parágrafo Único, III, da minuta de Resolução, conforme abaixo:

Art. 45. As alterações do regulamento dependem da prévia aprovação da assembleia de cotistas, salvo nas hipóteses previstas no art. 47.

Parágrafo único. Com relação às matérias a seguir, salvo se aprovadas pela unanimidade dos cotistas reunidos em assembleia geral ou especial, as alterações de regulamento são eficazes apenas a partir do decurso de, no mínimo, 30 (trinta) dias, ou do prazo para pagamento de resgate estabelecido no regulamento, o que for maior, e após a disponibilização do resumo de que trata o art. 75:

I – aumento ou alteração do cálculo das taxas de administração, de gestão, de ingresso ou de saída;

II – alteração da política de investimento;

III – majoração de prazo para cotização ou pagamento ~~mudança nas condições~~ de resgate; ou

IV – incorporação, cisão, fusão ou transformação que envolva classe fechada ou que acarrete alteração, para os cotistas envolvidos, das condições elencadas nos incisos anteriores.

Art. 47. O regulamento pode ser alterado, independentemente da assembleia de cotistas, sempre que tal alteração:

I – decorrer exclusivamente da necessidade de atendimento a normas legais ou regulamentares, exigências expressas da CVM, de entidade administradora de mercados organizados em que as cotas do fundo sejam admitidas à negociação, ou de entidade autorreguladora, nos termos da legislação aplicável e de convênio com a CVM;

II – for necessária em virtude da atualização dos dados cadastrais de prestadores de serviços essenciais do fundo, tais como alteração na razão social, endereço, página na rede mundial de computadores e telefone; ~~e~~

III – envolver redução das taxas devidas aos prestadores de serviços essenciais ou complementares;

IV – envolver redução do prazo de cotização ou pagamento de resgates e aplicações;

V – envolver redução ou exclusão do prazo de carência.

§ 1º As alterações referidas nos incisos I e II devem ser comunicadas aos cotistas, no prazo de até 30 (trinta) dias contado da data em que tiverem sido implementadas.

§ 2º As alterações referidas nos incisos III a V devem ser imediatamente comunicadas aos cotistas.

IX. Renúncia do Administrador e Gestor

Em nossa opinião, o art. 93, §1º, da minuta de Resolução deveria prever a manutenção dos prestadores de serviços essenciais, ainda que, por algum motivo, eles não possam ser substituídos no prazo de 30 (trinta) dias.

Atualmente, quando há renúncia do gestor, muitas vezes o Administrador e os cotistas têm dificuldade de definir o novo prestador de serviço de administração de carteira e aprová-lo em assembleia de cotistas no prazo de 30 (trinta) dias, fazendo com que o administrador assuma essas atividades de forma provisória, o que é prejudicial aos cotistas. Pela nova estrutura proposta pela CVM por meio do Edital, dado que o administrador fiduciário não contrata mais o gestor, sendo ambos definidos como prestadores de serviços essenciais, é importante haver um regramento claro que enderece este tema. Por esse motivo, é importante que o gestor e o administrador permaneçam no exercício de suas funções até a sua substituição ou liquidação da classe, conforme sugestão de redação abaixo:

§ 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 ou gestor. Os prestadores de serviços essenciais devem

permanecer no exercício de suas funções até a liquidação do fundo ou a substituição do prestador de serviço essencial que houver renunciado.

X. Nova Estrutura de Fundos

A nova estrutura de fundos proposta por meio do Edital é bastante inovadora no mercado brasileiro no que tange à segmentação do fundo, suas classes e subclasses e, portanto, ainda que, de modo geral, o Edital traga diversos esclarecimentos com relação a cada estrutura, este novo modelo ainda traz incertezas e dúvidas tanto para nós, como para o mercado, com relação à sua aplicação quando da implementação da nova norma.

Em virtude de tais dúvidas, especialmente sob aspecto prático, entendemos que não foi possível esgotar, neste momento, todos os pleitos possíveis sobre o tema.

Portanto, entendemos que seria benéfico a todo o mercado que esta D. Autarquia pudesse manter um canal de comunicação para discussão ativa acerca dos desdobramentos decorrentes da implementação desta nova estrutura e eventuais pleitos adicionais, mesmo após a conclusão da presente Audiência Pública.

XI. Vigência e Regras de Transição

A regra proposta por esta D. Autarquia prevê que a Resolução entrará em vigor em 60 (sessenta) dias após a sua publicação (art. 122 da minuta de Resolução), enquanto o Anexo I prevê que os fundos de investimento que estejam em funcionamento na data de início da vigência da Resolução devem adaptar-se às suas disposições em até 90 (noventa) dias após o início da vigência da Resolução (art. 81 do Anexo I).

As alterações que serão promovidas na regulamentação são estruturais e afetam diversos aspectos dos fundos de investimento, gerando a necessidade de adaptação, dentre outros, dos fluxos, estrutura contratual, documentos dos fundos

e sistemas dos prestadores de serviços. Anova estrutura de fundos traz desafios operacionais relevantes e certamente demandará tempo considerável para adequação dos sistemas das instituições administradoras e gestoras.

Considerando a quantidade de fundos existentes no mercado atualmente, a relevância das alterações promovidas e os ajustes sistêmicos necessários à sua implementação, entendemos que deve ser concedido prazo de ao menos (i) 12 (doze) meses para o início da vigência da Resolução e (ii) 18 (dezoito) meses, após o início da vigência da Resolução, para a adaptação do estoque de fundos, conforme redação sugerida abaixo:

Resolução

Art. 122. Esta Resolução entra em vigor em ~~1260~~ (dozesessenta) dias meses após a publicação.

Anexo I

Art. 81. Os fundos de investimento que estejam em funcionamento na data de início da vigência da Resolução devem adaptar-se às suas disposições e deste Anexo I até ~~1890~~ (dezoitonoventa) dias meses após a entrada em vigor da Resolução.

Além de outras propostas relacionadas ao tema, destacamos que a ANBIMA sugeriu prazo de vigência específico de 60 (sessenta) dias para a entrada em vigor de determinados dispositivos da norma, os quais não dependem de ajuste sistêmico pelas instituições (podendo, portanto, ser implementados em um prazo menor), os quais entendemos são benéficos ao mercado.

XII. Outros Pontos

XII.1. Resolução, art. 7º, §3º - Classes com Patrimônio Líquido Baixo

Os fundos de investimento que apresentam patrimônio líquido excessivamente baixo costumam gerar efeitos indesejados para os seus cotistas e os prestadores de serviços, uma vez que as taxas e encargos podem onerar demasiadamente o fundo em função do patrimônio reduzido.

Por esse motivo, o ideal é que a classe seja efetivamente liquidada ou incorporada a outra classe, entretanto, muitas vezes se verificam condições práticas que impedem a referida liquidação ou incorporação. A título de exemplo, citamos os casos de proventos a receber ou pendências de processos judiciais dos quais o fundo é parte (e não são causa de insolvência), além das demais hipóteses previstas no art. 109, §4º, da minuta de Resolução, no caso de liquidação aprovada em assembleia de cotistas.

Por vezes, o fundo não pode ser liquidado pelos motivos mencionados acima e enfrentamos dificuldades para realizar a sua incorporação, o que prejudica os cotistas e os prestadores de serviços do fundo.

Diante do exposto, sugerimos incluir um novo parágrafo, que admitiria a incorporação automática da classe, desde que: (i) os ativos que compõem a carteira da classe incorporada sejam compatíveis com a política de investimento da classe incorporadora, (ii) a classe incorporadora possua política de investimento igual ou mais restritiva em comparação com a classe incorporada, (iii) as classes incorporadora e incorporada possuam a mesma categoria e a classe incorporadora possua taxa igual ou menor que a classe incorporada. Segue abaixo proposta de novo parágrafo a ser incluído ao art. 7º:

§ 4º O administrador pode incorporar a classe que se enquadre no disposto no §3º sem necessidade de deliberação em assembleia das classes incorporada e incorporadora, desde que:
1 – as classes incorporadora e incorporada possuam mesma categoria;

II - os ativos que compõem a carteira da classe incorporada sejam compatíveis com a política de investimento da classe incorporadora;

III - a classe incorporadora possua política de investimento igual ou mais restritiva em comparação com a classe incorporada; e

IV - a classe incorporadora possua taxa igual ou menor que a classe incorporada.

§45º A Superintendência de Relações com Investidores – SIN pode cancelar o registro de funcionamento do fundo ou da classe, conforme o caso, na hipótese de o administrador não adotar as medidas dispostas no § 3º.

XII.2. Resolução, art. 8º - Atraso no Envio de Informações

O art. 8º da minuta de Resolução prevê que não será concedido o registro de funcionamento a fundos de investimento cujo administrador esteja em atraso por mais de 60 (sessenta) dias no cumprimento dos prazos de entrega das informações periódicas de fundo por ele administrado.

Entendemos a finalidade da penalidade proposta na minuta submetida à audiência pública. No entanto, ponderamos que, muito embora o administrador seja oficialmente o prestador responsável por fazer o envio de informações à CVM, ele nem sempre será responsável pelo eventual atraso, que pode ser causado pelo gestor, por outros prestadores de serviço do fundo/classe ou pelos fundos/classes investidos.

Sendo assim, parece-nos inviável definir a priori na regulamentação uma regra objetiva que seja justa para todos os casos. Portanto, sugerimos que o art. 8º seja excluído da Resolução e que esta D. Autarquia avalie, no caso a caso, os motivos de atraso e aplique eventuais penalidades de acordo com o caso concreto apresentado.

XII.3. Resolução, Art. 19 - Conversão da Aplicação

Sugerimos incluir a possibilidade de prazos de cotização mais extensos, desde que coerentes com a estratégia de gestão, composição da carteira e funcionamento dos mercados em que o fundo atua.

A título de exemplo, citamos os fundos espelhos de fundos offshore, cujo prazo de cotização na aplicação por muitas vezes é maior que D+1. Para que não haja transferências de riquezas, é essencial que o fundo investidor harmonize suas regras de cotização com as do fundo investido, tanto para aplicações, como para resgates.

Ainda que, no entendimento da CVM, os fundos destinados a investidores qualificados já tenham essa prerrogativa, nos termos do art. 125, IV, da atual ICVM 555 (incorporado na minuta de Resolução objeto da presente Audiência Pública), o ideal seria (i) estendê-la para fundos destinados a quaisquer públicos, de forma a democratizar o acesso de tais investidores a mercados mais rentáveis; e (ii) modernizar este dispositivo, equalizando-o com os parâmetros aplicáveis aos resgates.

O caso dos fundos espelho de que tratamos acima é o mais emblemático, mas o ideal seria que o prazo de cotização na aplicação pudesse ser ponderado pela cotização das cotas e precificação dos demais ativos da carteira, bem como pelo funcionamento dos mercados em que atua (uma vez que questões operacionais e de fuso horário podem também determinar a necessidade de utilização de prazos maiores de 1 dia), tendo sempre como norteador o melhor interesse dos cotistas, a democratização de acesso a diferentes mercados e a mitigação de potenciais transferências de riquezas entre os investidores.

Como sabemos que a CVM tem preocupações legítimas a respeito da adoção de prazos longos de conversão de cotas na aplicação, sugerimos que sejam estabelecidas condições prévias para a utilização dessa prerrogativa, em linha com a exposição de motivos que fizemos acima, de forma que ela não seja utilizada de forma indiscriminada (em prejuízo do melhor interesse dos cotistas ou em situações

em que não haja real necessidade). Propusemos uma redação que tem por objetivo endereçar também essa questão, conforme abaixo:

Art. 19(...)

Parágrafo Único. Caso a carteira do fundo seja composta preponderantemente por ativos cuja precificação não possa ser determinada com precisão confiável no prazo previsto no caput deste artigo, o fundo poderá adotar prazo de cotização tão mais extenso quanto necessário para evitar transferência de riquezas entre os cotistas.

XII.4. Resolução, art. 23 – Oferta de Fundos Destinados a Investidores Qualificados

Os procedimentos de oferta estabelecidos no art. 22 da ICVM 555 são geralmente utilizados pela indústria de fundos de investimento em estruturas de capital protegido e em casos de *Fund of Funds*, para disponibilizar fundos administrados/geridos por outras instituições em suas prateleiras de produtos.

Do nosso ponto de vista, essa é uma maneira de facilitar o acesso a produtos diferenciados por clientes, em especial aqueles que se enquadram no conceito de investidores qualificados, tendo em vista a quantidade limitada de investidores que podem ser acessadas nas ofertas realizadas pelo regime da Instrução CVM nº 476 e os custos e prazos de registro para ofertas realizadas pelo regime da Instrução CVM nº 400 (consideravelmente maiores).

Portanto, sugerimos a manutenção dos procedimentos estabelecidos no art. 22 da atual ICVM 555 para a distribuição de cotas de classes fechadas destinadas a investidores qualificados, nesta Resolução ou em outra norma, caso esse regime de distribuição seja incorporado por regra própria, recentemente submetida à Audiência Pública.

XII.5. Resolução, art. 44, §1º - Patrimônio Autorizado

Dada a recente atualização nos sistemas da B3, permitindo a negociação de qualquer tipo de fundo no ambiente de bolsa, inclusive os fundos que atualmente observam as disposições da Instrução CVM 555, e o atual nível de maturidade do mercado em relação aos fundos de investimentos, entendemos pertinente a possibilidade de os gestores e administradores, observados os limites e disposições presentes no regulamento de cada fundo, terem a possibilidade de emitirem novas cotas sem a necessidade de aprovação prévia em assembleia de cotistas, tal como ocorre na Instrução CVM 578, que disciplina a constituição e funcionamento dos fundos de investimento em participações.

Sendo assim, seguem abaixo nossas sugestões de ajustes aos arts. 44 e 65 da minuta de Resolução:

Art. 44 (...)

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

(...)

XXIII – possibilidade ou não de futuras emissões de cotas, direito de preferência dos cotistas à subscrição de novas emissões e, se for o caso, autorização para a emissão de novas cotas a critério do administrador ou gestor, independentemente de aprovação em assembleia e de alteração do regulamento;

§ 2º A autorização para a emissão de cotas a critério do administrador, mencionada no inciso XXIII do caput, deve especificar o número máximo de cotas que podem ser emitidas ou o valor total a ser emitido.

§~~2~~3º 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, ~~e~~XXII eXXIII 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; e

(...)

Art. 65

(...)

III - a emissão de novas cotas, na classe fechada, sem prejuízo de o regulamento do fundo dispor sobre a aprovação da emissão pelo administrador nos termos do art. 44, §1º, inciso XXIII;

XII.6. Resolução, Art. 50 – Divulgação de Resultados de Fundos com Menos de 6 Meses

De forma a alinhar a regulação à autorregulação, propomos que classes exclusivas e classes restritas a investidores profissionais sejam excetuadas da restrição prevista no art. 50 da Resolução, que veda a divulgação de informações sobre resultados das classes em até 6 (seis) meses contados da primeira emissão de cotas.

Esclarecemos que a alteração busca endereçar as solicitações frequentemente feitas por tais investidores a respeito dos resultados do fundo em que investem, de modo a permitir que os cotistas tenham acesso a tal informação de forma transparente e, assim, possam acompanhar a classe.

Ademais, importante destacar que a alteração proposta está restrita a classes exclusivas e classes restritas a investidores profissionais, os quais possuem conhecimento sobre o mercado financeiro suficiente para que não lhes sejam aplicáveis um conjunto de proteções legais e regulamentares conferidas aos demais investidores, e que são capazes de entender e ponderar os riscos financeiros relacionados à aplicação de seus recursos.

Sendo assim, sugerimos a inclusão de Parágrafo Único com a seguinte redação:

Art. 50 (...)

Parágrafo único. O disposto no art. 50 não se aplica a classes exclusivas e classes restritas a investidores profissionais.

XII.7. Resolução, Art. 58, § 2º - Fato Relevante

O art. 58 da minuta de Resolução dispõe que o administrador é obrigado a divulgar imediatamente qualquer ato ou fato relevante relacionado ao fundo ou aos ativos integrantes da carteira.

Gostaríamos de propor ajuste ao §2º do referido dispositivo para deixar claro que o administrador deve divulgar o fato relevante, nos termos da redação que consta atualmente do art. 60 da ICVM 555.

Art. 58. (...)

§ 2º Qualquer ato ou fato relevante ocorrido ou relacionado ao funcionamento do fundo, da classe ou aos ativos de sua carteira deve ser:

I – ~~comunicado~~ divulgado a todos os cotistas ~~da~~ classe ~~fundo de investimento~~, na forma prevista no respectivo Anexo;

XII.8. Resolução, art. 64 – Transferência de Riquezas em Assembleias de Cotistas

A redação do parágrafo único do art. 64 traz preocupações por mais de uma razão, uma vez que o dispositivo é demasiadamente subjetivo e de difícil aplicação. Parece bastante difícil vislumbrar como o administrador poderia cumprir essa obrigação regulatória na prática, e a disposição foi vista com bastante receio quanto às controvérsias jurídicas em que o administrador poderia se ver envolvido em decorrência da disposição regulatória.

Essa disposição, inclusive, parece atribuir ao administrador uma obrigação cujo cumprimento enfrentaria dificuldades no próprio princípio da soberania das assembleias, de modo que a sugestão de uma obrigação de evitar (impedir) uma

deliberação não nos parece a solução mais adequada, pois poderia gerar insegurança jurídica. Além disso, preocupou a amplitude e generalidade da disposição, que pouco esclarece sobre quais preocupações a CVM pretendia ver endereçada com a disposição.

Por todas estas razões, parece-nos que a disposição não deveria ser incluída na versão final da Resolução. Caso a CVM não considere possível sua exclusão, então acreditamos que seria necessária uma discussão para entender melhor os objetivos do regulador e refletir sobre eventuais alternativas mais adequadas para tratamento dessas preocupações.

XII.9. Resolução, Art. 119 – Guarda de Documentos

A redação constante da Resolução não menciona quando inicia a contagem do prazo de 05 (cinco) anos. Na maioria dos casos o prazo seria contado a partir da elaboração, envio ou disponibilização dos documentos e informações, mas entendemos que existem situações específicas que não caberiam nesta regra. Como exemplo, podemos citar os contratos de prestação de serviços, os quais, em nossa opinião, deveriam ser mantidos por 05 (cinco) anos contados do encerramento do contrato. Da mesma forma, no caso dos ativos financeiros mantidos na carteira das classes, os documentos de contratação ou venda dos ativos financeiros deveriam ser mantidos por 05 anos contados da liquidação ou venda do ativo financeiro. O registro dos cotistas, por sua vez, deveria ser mantido por 05 anos contados do resgate.

Sendo assim, sugerimos os seguintes ajustes ao dispositivo:

Art. 119. Todos os documentos e informações exigidas por esta Resolução devem ser mantidos pelos respectivos prestadores de serviços responsáveis por tais documentos e informações pelo prazo mínimo de 5 (cinco) anos, a

partir de sua elaboração, formalização ou disponibilização, conforme o caso, exceto no caso:

I - dos contratos de prestação de serviços, que devem ser mantidos por 5 (cinco) anos a partir do encerramento da prestação dos serviços;

II - dos documentos de compra e venda dos ativos financeiros da classe, que devem ser guardados por 5 (cinco) anos contados da liquidação ou venda do ativo financeiro; e

III - do registro dos cotistas, que deve ser mantido por 5 (cinco) anos contado do resgate total do cotista ou da cessão das cotas. ~~ou por prazo superior por determinação expressa da CVM ou da entidade administradora de mercado organizado nos quais as cotas estejam admitidas à negociação.~~

§ 1º O prazo de guarda mencionado no caput pode ser superior, por determinação expressa da CVM ou da entidade administradora de mercado organizado nos quais as cotas estejam admitidas à negociação.

§ 2º As imagens digitalizadas são admitidas em substituição aos documentos originais, desde que o processo seja realizado de acordo com a lei que dispõe sobre elaboração e o arquivamento de documentos públicos e privados em meios eletromagnéticos, e com o decreto que estabelece a técnica e os requisitos para a digitalização desses documentos.

§ 3º O documento de origem pode ser descartado após sua digitalização, exceto se apresentar danos materiais que prejudiquem sua legibilidade.

XII.10. Anexo I, Art. 7º - Incorporação, Conversão e Regime de Distribuição das Subclasses

Saudamos a iniciativa desta D. Comissão de estabelecer uma dinâmica de maior flexibilidade no âmbito das subclasses, em linha com modelos adotados em outras jurisdições. Nesse mesmo sentido, gostaríamos de sugerir a inclusão de outros mecanismos de diferenciação entre as subclasses, que, no nosso entendimento, dependeriam da realidade e público-alvo de cada subclasse e que de forma alguma impactariam as demais subclasses.

Assim, sugerimos incluir 2 novos incisos para contemplar:

- (i) a possibilidade de as subclasses terem público-alvo distintos, uma vez que este é o fundamento basilar de diferenciação na distribuição de cotas de uma mesma classe, do nosso ponto de vista; e
- (ii) a possibilidade de as subclasses terem formas/regimes de emissão diferentes (ex.: uma delas poderia ser emitida pelo regime da nova resolução e as demais, destinadas a investidores mais qualificados, pelo regime da Instrução CVM nº 476, por exemplo). Supondo que a Comissão acate o pedido descrito no item (i) acima, é importante que haja também um novo inciso que admita formas distintas também de colocação.

Além disso, em linha com a experiência no mercado internacional, em que tais mecanismos em muitas jurisdições são permitidos, mediante aprovação pelo *board of directors* do fundo, sugerimos que a regulamentação permita expressamente também a possibilidade de converter cotas de uma subclasse em cotas de outra subclasse de mesma classe, a pedido do cotista que as detiver.

Nossa ideia é que a regulamentação se antecipe a potenciais demandas de cotistas, evitando de antemão possíveis assimetrias no mercado, em virtude do silêncio da norma a este respeito. Do nosso ponto de vista, essa flexibilização não traria qualquer efeito adverso para os cotistas (seja os detentores originais da subclasse para a qual as cotas serão convertidas, seja para o cotista titular das cotas objeto de conversão), desde que a operação seja admitida apenas mediante prévia solicitação expressa do cotista.

Como exemplo, citamos o caso em que o cotista passa a enquadrar-se como investidor qualificado, passando a ter acesso a uma subclasse com condições mais benéficas. Do nosso ponto de vista, não seria razoável obrigá-lo a permanecer na subclasse original ou a resgatar o investimento para reinvesti-lo imediatamente depois.

Como no arcabouço regulatório brasileiro não há um órgão de governança do fundo nos mesmos moldes e com a competência do board of directors, que vemos em algumas jurisdições, em virtude de sua natureza condominial, parece-nos importante que a regulamentação enderece tais pontos.

Analogamente, sugerimos admitir a possibilidade incorporação de uma subclasse em outra subclasse da mesma classe, sem necessidade de aprovação em assembleia, caso nenhuma das subclasses seja substituída por outra com condições piores (taxas e regras de aplicação/resgate).

Considerando que as subclasses não têm CNPJ, entendemos que seria adequado incluir previsão nesse artigo para evitar confusão com as hipóteses previstas no art. 102 da minuta de Resolução. Nesse caso, desde que nenhum cotista seja submetido a condições piores daquelas aplicáveis a sua subclasse, entendemos que seria razoável que esse procedimento fosse dispensado de prévia aprovação em assembleia de cotistas.

Art. 7º As subclasses de cotas de fundos de investimento categorizados com base neste Anexo I podem ser diferenciadas exclusivamente por:

(...)

III – público-alvo; e

IV – tipo e regime de oferta, nos termos da regulamentação aplicável.

§ 1º Mediante prévia solicitação do investidor, será admitida a conversão de cotas de uma subclasse em outra subclasse da mesma classe quando o investidor atenda às condições necessárias para a referida conversão.

§2º Será admitida a incorporação de cotas de uma subclasse em outra subclasse da mesma classe, caso a subclasse incorporadora tenha as mesmas condições ou condições mais benéficas em comparação à subclasse incorporada.

XII.11. Anexo I, Art. 63, §2º - Consolidação de Taxa de Fundo Espelho

Entendemos e consideramos pertinente a preocupação desta D. Comissão no que se refere à transparência da taxa aplicável à estrutura de investimento. No entanto, parece-nos que a redação proposta pelo regulador acabou por tornar-se mais abrangente do que se pretendia. Do nosso ponto de vista, esta dinâmica de transparência deveria se aplicar somente nos casos em que o administrador e/ou o gestor do fundo investidor for distinto do administrador e/ou gestor do fundo investido.

Parece-nos que uma redação nesse sentido já endereçaria as informações que não estão facilmente acessíveis ao investidor, uma vez que nas hipóteses em que a estrutura de investimento está numa mesma instituição essa já é uma informação plenamente transparente para os cotistas.

Além disso, recomendamos que a redação deixe claro que a classe investidora aplicará, no mínimo, 95% (noventa e cinco por cento) de seu patrimônio líquido em outra classe de cotas, à semelhança da regra existente atualmente para os fundos de investimento em cotas de fundos de investimento.

Art. 63, § 2º ~~O anexo que disciplinar a~~ A classe de investimento em cotas ~~que aplicar~~ cuja política de investimento exigir a aplicação de, no mínimo, 95% de seu patrimônio líquido ~~seus recursos~~ em uma única classe de cotas geridas por partes não relacionadas ao gestor da classe investidora deve divulgar o somatório da taxa de administração e gestão das classes investidora e investidas.

XII.12. Anexo I, Art. 70, V – Constituição de Garantias Reais e Quórum de Aprovação

Entendemos que a redação do inciso V deve ser aprimorada para deixar expressa a possibilidade de os ativos da carteira do fundo serem dados em garantia de

obrigações reais. Este já é um entendimento que a SIN-CVM aplica em consultas realizadas por instituições do mercado. Decisão do Colegiado da CVM de 2014, no Processo. RJ2013/4591, corrobora esse entendimento.

Considerando a primeira das duas discussões, sugerimos a seguinte redação:

V – admitir a prestação de fiança, aval, aceite ou qualquer outra forma de coobrigação e de garantias reais, em nome ~~de fundo~~ da classe, relativamente a operações direta ou indiretamente relacionadas à carteira de ativos, sendo necessária a concordância de cotistas representando, no mínimo, 67% (sessenta e sete por cento) do patrimônio líquido da classe que estiver assumindo a coobrigação.

Um outro aspecto seria avaliar a questão do quórum de aprovação de conflito e eventuais possibilidades alternativas de tratamento do tema do conflito, em linha com nossos comentários sobre a aprovação de conflito na contratação de formador de mercado parte relacionada ao gestor, acima comentada. Acerca deste tema, colocamo-nos à disposição da CVM para discutir a questão e sugerimos inicialmente uma redução de quórum, sem prejuízo de aprofundarmos a discussão sobre outras alternativas, em linha com os comentários feitos no item sobre formado de mercado:

Caso a CVM concorde em reduzir o quórum, a redação proposta seria:

V – admitir a prestação de fiança, aval, aceite ou qualquer outra forma de coobrigação e de garantias reais, em nome ~~de fundo~~ da classe, relativamente a operações direta ou indiretamente relacionadas à carteira de ativos, sendo necessária a concordância ~~de cotistas representando, no mínimo, 67% (sessenta e sete por cento) do patrimônio da classe que estiver assumindo a coobrigação~~ da maioria absoluta dos cotistas da classe que estiver assumindo a coobrigação.

Permanecemos à disposição para quaisquer esclarecimentos que se façam necessários.

Atenciosamente,

ITAÚ UNIBANCO S.A.