

São Paulo, 15 de abril de 2021.

À

**COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS**

Superintendência de Desenvolvimento de Mercado – SDM

At.: Sr. Antônio Carlos Berwanger

Rua Sete de Setembro, 111, 23º andar.

CEP 20050-901 – Rio de Janeiro – RJ.

E-mail: [audpublicaSDM0820@cvm.gov.br](mailto:audpublicaSDM0820@cvm.gov.br)

**Ref.: Edital de Audiência Pública SDM nº 08/2020**

Prezado Senhor,

A **B3 S.A. – Brasil, Bolsa, Balcão** (“**B3**”), em atenção ao Edital de Audiência Pública SDM Nº 08/2020, de 1º de dezembro de 2020 (“**Edital**”), submete, a esta D. Comissão de Valores Mobiliários (“**CVM**”), seus comentários à minuta de Resolução que disporá sobre a constituição, o funcionamento e a divulgação de informações dos fundos de investimento, bem como sobre a prestação de serviços para os fundos, incluindo anexos normativos referentes aos fundos de investimento financeiros (“**FIF**”) e aos fundos de investimento em direitos creditórios (“**FIDC**” e “**Minuta**”, respectivamente”).

A fim de facilitar a visualização, todas as sugestões de inclusões feitas no texto da Minuta estão sublinhadas e destacadas em [azul](#), enquanto as sugestões de exclusões foram identificadas por um tachado simples e destacadas em [vermelho](#).

**Introdução**

1. O artigo 1368-C, §2º, do Código Civil, introduzido pela Lei nº 13.874, de 20 de setembro de 2019, denominada Lei da Liberdade Econômica (“**LLE**”), atribui à CVM competência para disciplinar os fundos de investimento.
2. Conforme consta do Edital, com o objetivo de modernizar a regulação dos fundos de investimento e promover ajustes convenientes e oportunos para o

cenário atual do mercado brasileiro, a Minuta propõe a revogação das Instruções CVM nºs 356/2001 (“ICVM 356”), 444/2006 e 555/2014 (“ICVM 555”), entre outros dispositivos, e a edição de Resolução composta de **(i)** uma estrutura principal, contendo os dispositivos aplicáveis a todas as categorias de fundos (“Estrutura Principal”); **(ii)** um anexo disciplinando especificidades dos FIFs (“Anexo Normativo I”); e **(iii)** um anexo disciplinando especificidades dos FIDCs (“Anexo Normativo II” e, em conjunto com o Anexo Normativo I, “Anexos Normativos”).

**3.** Gostaríamos de parabenizar essa Autarquia pela iniciativa de profunda revisão e modernização da regulação. A clara busca da CVM por adaptar o arcabouço regulatório ao novo regime legal introduzido pela LLE mostra-se essencial para o bom desenvolvimento do mercado dos fundos de investimento.

**4.** A manifestação da B3, conforme segue abaixo, traz: **(i)** comentários gerais sobre a Minuta; e **(ii)** sugestões de ajustes nos dispositivos propostos que, no entendimento da B3, podem aprimorar a regulação dos fundos de investimento e de seus prestadores de serviço.

**5.** Para facilitar a exposição, os comentários foram organizados por assunto, abrangendo-se, em cada tópico, os apontamentos pertinentes tanto em relação à Estrutura Geral, quanto em relação ao Anexo Normativo I e ao Anexo Normativo II.

## **I. Comentários gerais sobre a Minuta**

### **a. Fundos de Investimento em Participações (FIP), Fundos de Investimento Imobiliários (FII) e Fundos de Índice (ETF)**

**6.** A CVM esclarece no Edital que a Minuta constitui proposta de regra geral para alcançar todas as categorias de fundos de investimento, incluindo os FII e os FIP, cujas regras específicas serão consolidadas posteriormente (item 3 do Edital).

**7.** Adicionalmente, a CVM questiona os participantes sobre a existência de *“categorias de fundos de investimento atualmente vigentes que, em função de sua natureza e de suas particularidades, mereceriam um tratamento*

*diferenciado, sendo tratados em norma própria específica e, conseqüentemente, fora do arcabouço da norma objeto desta audiência” (item 3 do Edital).*

**8.** Nesse sentido, a B3 identificou alguns pontos na Estrutura Principal que, em seu entendimento, merecerão adaptações para recepção das categorias dos FIP, FII e, eventualmente, ETF, o que aponta a importância de os participantes do mercado terem oportunidade de avaliar e opinar especificamente sobre os ajustes para recepção dessas categorias de fundos na Resolução. Não obstante, a B3 buscou apontar ao longo de seus comentários as referidas adequações, a fim de antecipar suas contribuições para adaptação da Resolução.

**9.** Destaque-se, por exemplo, o rito assemblear. Hoje, a Instrução CVM 472/2008 (“ICVM 472”), que regula os FII, em seu art. 19, §5º, permite que titulares de mais de 3% das cotas emitidas, ou seu representante, solicitem inclusão de matérias na ordem do dia da assembleia geral ordinária. Para tanto, o pedido de inclusão deve ser acompanhado dos documentos necessários para o exercício do direito de voto, que devem ser encaminhados até dez dias contados da data da convocação da assembleia geral ordinária. O §4º do art. 66 da Estrutura Principal, por sua vez, prevê que a convocação da assembleia geral de cotistas deve ser feita com dez dias de antecedência, no mínimo, da data de sua realização.

**10.** O prazo mínimo de dez dias para convocação da assembleia também não parece compatível com a análise do relatório elaborado pelos representantes dos cotistas (art. 26-A, VI, ICVM 472), documento relevante para o exercício do voto na assembleia geral, que deve ser disponibilizado pelo administrador na data da convocação (art. 19-A, ICVM 472).

**11.** Ainda que, a princípio, a intenção seja não realizar qualquer modificação de mérito na regulação ao incorporar as categorias de fundo acima mencionadas à Minuta, considerando suas especificidades e a profundidade das alterações propostas pela nova Resolução, na percepção da B3, seria importante que os participantes do mercado tivessem oportunidade de avaliar e opinar especificamente a respeito das adaptações das normas para recepção dessas categorias de fundos em uma audiência pública específica para este assunto.

**b. Regras de transição para FIP, FII e, eventualmente, ETF**

**12.** Tendo em vista a intenção da CVM de incluir na nova Resolução a disciplina dos FIP, FII e, eventualmente, ETF, por ocasião da consolidação de normativos conforme estabelecida pelo Decreto nº 10.139/2019, seria relevante haver previsão clara quanto às regras de transição aplicáveis para tais fundos.

**13.** Caso a Resolução proposta no Edital entre em vigor antes da consolidação, é imprescindível que sejam previstas duas situações: **(a)** a prevalência das atuais Instrução CVM nº 578/2016 (“ICVM 578”), ICVM 472 e Instrução CVM nº 359/2002 (“ICVM 359”) sobre a nova Resolução, para regulação dos respectivos fundos estruturados; e **(b)** eventualmente, a manutenção da adoção dos dispositivos da ICVM 555 como referência nas remissões expressas feitas por tais Instruções.

**c. Responsabilidade civil dos prestadores de serviços**

**14.** O Edital “*propõe que o protagonismo do fundo passe a ser dividido entre o administrador fiduciário e o gestor da carteira de ativos, que passam a ser denominados, em conjunto, como prestadores de serviços essenciais*” (item 3.2 do Edital).

**15.** Nesse sentido, a CVM demonstrou interesse em saber se o público vê outras hipóteses de dever de fiscalizar que devessem ser expressamente estabelecidas para o gestor e para o administrador em relação a serviços prestados por terceiros, além das já apontadas na Minuta.

**16.** A respeito deste tema, na visão da B3, embora a CVM tenha identificado expressamente oito obrigações de fiscalização do administrador em relação à gestão dos fundos de investimento, a redação da Minuta ainda se encontra disposta de forma genérica, dificultando a concretização dos limites considerados como razoáveis pela CVM para o dever de fiscalizar. Nesse sentido, a fim de aumentar a segurança jurídica dos participantes, a B3 sugere que a CVM especifique em parâmetros mais concretos o que se espera do administrador e, quando pertinente, do gestor em cada uma das hipóteses propostas.

**d. Classes de cotas e patrimônios segregados**

**17.** A propósito da nova estrutura de classes de cotas e subclasses, é importante considerar que toda a arquitetura de sistemas e processos dos participantes do mercado e da B3 foram construídos para atuação dos fundos na forma de master e feeder como entes separados. Portanto, será preciso reformular o cadastro dos participantes, o modelo de cobrança, o monitoramento de risco, dentre outros.

**18.** Todos esses aspectos, provavelmente, implicarão em profundos impactos em todos os sistemas, não apenas da B3, mas de todos os participantes do mercado – considerando que atualmente temos cerca de 23.000 fundos de investimento. Além disso, é preciso considerar que as mudanças trarão potenciais custos a serem suportados pelo mercado.

**19.** Por esses motivos, a B3 sugere que a implementação da nova Resolução seja feita no prazo de vinte e quatro meses, a fim de que haja tempo hábil para a adaptação sistêmica e normativa necessária.

**e. Código ISIN**

**20.** A Minuta propõe que todos os ativos financeiros integrantes da carteira dos fundos de investimento financeiros sejam identificados por um código ISIN - International Securities Identification Number (art. 38 do Anexo Normativo I).

**21.** A B3, como agência numeradora autorizada a emitir o código para os instrumentos financeiros emitidos no Brasil, vê tal iniciativa como salutar para o mercado, uma vez que o ISIN permite a melhor identificação e rastreabilidade dos ativos adquiridos pelos fundos<sup>1</sup>.

**22.** Importante mencionar que apenas o emissor do ativo financeiro é autorizado a solicitar a alocação de código ISIN ao instrumento financeiro de sua emissão. Assim sendo, os custos existentes relacionados à solicitação e obtenção do ISIN também são, hoje, arcados pelo próprio emissor do ativo.

---

<sup>1</sup> Vale destacar que, embora o ISIN traga padronização para identificação dos ativos, sua atribuição não tem como efeito confirmar a existência do referido ativo.

**23.** Portanto, os fundos de investimento apenas podem solicitar a atribuição do código ISIN às próprias cotas, não cabendo aos mesmos solicitar à B3 a atribuição do código para os ativos financeiros de sua titularidade, mas sim, observar tal requisito no momento da aquisição desses ativos financeiros.

**24.** No que diz respeito às questões operacionais, o sistema ISIN atende a relação dos ativos financeiros previstos na Minuta, sendo possível alocá-los, não sem relevantes adaptações sistêmicas, observando o fluxo do processo (solicitação pelo emissor e apresentação dos documentos necessários, por exemplo, no caso de ações, o emissor deverá encaminhar o estatuto social da Companhia).

**f. Cálculo de margem**

**25.** A B3 reconhece a importância da discussão relacionada à exposição a risco de capital, disposta no art. 65 do Anexo Normativo I, e entende a intenção e a preocupação dessa Autarquia ao propor o estabelecimento de limites e, conseqüentemente, a possibilidade de controles a serem estabelecidos sobre essa indústria.

**26.** No entanto, a definição de uma métrica única e padronizada que, ao mesmo tempo que atenda o objetivo regulatório, também faça sentido vis a vis a diversidade de categorias de fundos, estratégias, composições das carteiras e mercados de atuação se coloca como um grande desafio. Por exemplo, o eventual uso do valor nocional de derivativos para limitar a alavancagem dos fundos, por não considerar o impacto dos diferentes prazos e volatilidades dos contratos no risco, não parece ser uma métrica adequada.

**27.** Por sua vez, mesmo reconhecendo que o uso da margem requerida calculada pela B3 para definição de limites de alavancagem dos fundos também apresenta limitações, entendemos que pode ser um bom ponto de partida para o atendimento do objetivo regulatório.

**28.** Nesse sentido, em se utilizando a margem requerida pela B3 como métrica base para definição de limite de alavancagem, é extremamente importante que os parâmetros de limites a serem aplicados a cada categoria de fundo não criem restrições ao desenvolvimento do mercado e, principalmente, não criem restrições às práticas atuais nas negociações dos fundos. Além disso,

é importante ressaltar que seriam necessárias informações complementares para cobrir exposições a risco que estejam fora da contraparte central da B3, com especial atenção para operações *offshore*.

**29.** Considerando as limitações que a utilização da margem requerida pela B3 como métrica para limite de alavancagem pode representar para diversos fundos, entendemos que a norma deveria prever a possibilidade de gestores de recursos e prestadores de serviços essenciais contratarem soluções específicas, com modelos de cálculo de risco mais detalhados e aderentes às características de cada fundo.

**30.** Essas soluções poderiam ser desenvolvidas por terceiros, incluindo a própria B3, a partir do diálogo com o mercado e tornariam possível a análise e emissão de relatórios e estudos sobre a real natureza do nível de exposição a risco de capital dos fundos, oferecendo assim, métricas mais adequadas às estratégias e ao nível de alavancagem destes.

**31.** Para assegurar o atingimento do objetivo regulatório, evitar qualquer tipo de arbitragem e preservar a integridade do mercado, esses modelos deveriam utilizar, no que couber: **(i)** os mesmos preços de mercado; **(ii)** os mesmos cenários de estresse; **(iii)** os mesmos parâmetros de liquidez; e **(iv)** os mesmos princípios metodológicos empregados no cálculo da margem requerida. Além disso, tais soluções e modelos deveriam ser previamente aprovadas por esta Autarquia.

**32.** Como conclusão, entendemos que a utilização da margem requerida pela B3 possa servir como métrica básica para o mercado e que a norma deveria prever a possibilidade de desenvolvimento e construção, por terceiros, de soluções mais sofisticadas e detalhadas, podendo, inclusive, se considerar um período de transição para que a indústria de fundos ou algumas categorias de fundos migrem para modelos mais sofisticados.

**33.** Por fim, também vale ressaltar que, caso esta Autarquia opte por outros caminhos para atingir seu objetivo regulatório, deveria ser aberto um novo diálogo com o mercado para definição de métricas e parâmetros a serem utilizados, considerando o impacto do tema para toda a indústria.

## II. Sugestões de ajustes nos dispositivos integrantes da Minuta

### a. Definições

34. A respeito do rol de definições proposto pela CVM, a B3 sugere o acréscimo da expressão “subclasses (de cotas)” na Estrutura Principal; da definição de “criptoativos” no rol dos ativos financeiros disposto no Anexo Normativo I; e da expressão “distribuição de rendimento” no Anexo Normativo II.

35. A proposta de definição das “subclasses de cotas” na Estrutura Principal tem por objetivo facilitar a compreensão da nova estrutura de fundos, que poderá ser adotada por todas as categorias, a serem disciplinadas nos Anexos Normativos.

36. A sugestão de inclusão dos “criptoativos” no rol de ativos financeiros admitidos na carteira dos fundos de investimento financeiros busca atender à demanda crescente dos participantes do mercado para que os fundos não estruturados possam investir em ativos dessa natureza<sup>2</sup>.

37. Já o termo de “distribuição de rendimento”, embora seja utilizado no art. 14, inciso I do Anexo Normativo II, carece de uma definição clara, de modo que seria desejável prevê-la no art. 2º do referido Anexo Normativo.

### Estrutura Principal

*Art. 2º Para os efeitos desta Resolução, entende-se por: (...)*

*XXX – subclasses de cotas: conforme definidas no art. 7º do Anexo Normativo I e 10º do Anexo Normativo II; (...)*

*§ 3º Para fins do correto entendimento desta Resolução e seus Anexos Normativos, as menções ao regulamento e ao regulamento do fundo abrangem também os anexos referentes às classes de cotas do fundo, se houver.*

---

<sup>2</sup> Definição adotada pela CVM no PAS CVM Nº 19957.003406/2019-91, julgado em 27 de outubro de 2020.



### **Anexo Normativo I**

Art. 2º Para os efeitos do deste Anexo I, entende-se por:

I – ativos financeiros:

a) títulos da dívida pública;

b) contratos derivativos;

c) criptoativos: ativos digitais baseados em DLT (distributed ledger technologies), classificados conforme a função que desempenham, tais como criptomoedas (payment tokens) e valores mobiliários criptográficos (security tokens); (...).

### **Anexo Normativo II**

Art. 2º Para fins deste Anexo II, entende-se por: (...)

XV – distribuição de rendimento: pagamento uniforme realizado pelo fundo a todos os seus cotistas ou a todos os cotistas de determinada classe, de parcela do valor de suas cotas, decorrente de montante de caixa apurado pelo fundo, no período que se refere, efetuado em conformidade com o disposto no regulamento ou com deliberação da assembleia de cotistas; (...).

**38.** Ainda neste tópico, tendo em vista a definição de prestadores de serviço essenciais disposta no art. 2º da Estrutura Principal, a B3 sugere a uniformização do uso dessa expressão em toda a Minuta, substituindo-se “do administrador e do gestor” e suas variantes pela expressão “dos prestadores de serviço essenciais” nos seguintes dispositivos:

- (i) **na Estrutura Principal:** o título da Seção V e os art. 18, parágrafo único; art. 20, §3º; art. 28, inciso I, alínea “c”; art. 87, caput e §1º; art. 90, caput; §3º e §3º, inciso III; art. 114;
- (ii) **no Anexo Normativo I:** art. 19, incisos I e II; art. 41, inciso II, alínea “c”; art. 43, inciso III, alínea “b”; art. 44, §2º e §2º, incisos I e II; e
- (iii) **no Anexo Normativo II:** o título da Seção I e os art. 2º, inciso XX (caso não seja acatada a sugestão anterior); art. 14, inciso V, alínea “b”; art.

23, §3º; art. 27, inciso V, alíneas “a”, “b”, “c” e “d”; art. 26, inciso IX; art. 28, inciso I; art. 37, inciso III; art. 45, caput e inciso I; art. 46; art. 47, caput e §2º.

#### **b. Características e constituição**

39. Com o objetivo de manter atualizados os sistemas da entidade administradora de mercado organizado onde as cotas dos fundos sejam negociadas atualizados, a B3 sugere a inclusão, no art. 6º do Anexo Normativo I, de determinação ao administrador para lhe informar sobre o cancelamento do registro de funcionamento da classe de cotas:

##### **Anexo Normativo I**

*Art. 6º A SIN deve cancelar o registro de funcionamento da classe de cotas fechada, quando não for subscrito o número mínimo de cotas representativas do seu patrimônio inicial após o decurso do prazo de distribuição.*

*Parágrafo único. O administrador deve informar à entidade administradora de mercados organizados onde as cotas estejam admitidas à negociação, o cancelamento do registro de funcionamento da classe de cotas de que trata o caput.*

40. Especificamente sobre características e constituição de FIDC e FIC-FIDC, a B3 sugere que os artigos 4º e 5º do Anexo Normativo II prevejam critérios mais claros sobre o que será considerado pela CVM como investimento preponderante em direitos creditórios que gerem benefícios socioambientais para fins de classificação dos FIDC e FIC-FIDC socioambientais, evitando inseguranças jurídicas para tais fundos e seus cotistas.

#### **c. Admissão de comunicações eletrônicas**

41. No contexto da pandemia, diante da necessidade de compatibilizar o exercício de direitos com os cuidados para segurança e proteção à saúde, alguns avanços foram vividos pelo mercado, com destaque para a edição de normas que viabilizaram a participação e votação à distância em assembleias, havendo também alterações do ponto de vista de circulação de documentos físicos entre participantes do mercado.

42. Assim, a fim de garantir agilidade e a adoção de padrões mais atualizados de comunicação, a B3 entende ser salutar admitir que todas as comunicações entre prestadores de serviço, fundo, cotistas e entidades administradoras de mercado organizado e ao regulador possam ser feitas em formato eletrônico.

1. Nesse sentido, propõe-se a expansão da aplicabilidade do art. 12, nos seguintes termos:

*Art. 12. As informações ou documentos para os quais essa Resolução exija “comunicação”, “acesso”, “envio”, “divulgação” ou “disponibilização” devem ser encaminhadas por meio eletrônico aos cotistas, prestadores de serviço, fundo de investimento, às entidades administradoras de mercado organizado e à CVM.*

**d. Cotas**

43. Com intuito de trazer mais clareza sobre o procedimento de cobrança de taxa de performance nos FIF, a B3 sugere pequenas alterações de redação no art. 9º, §2º, do Anexo Normativo I:

*Art. 9º Para os efeitos ~~de~~ deste Anexo I, o valor da cota deve ser calculado no encerramento do dia, que deve ser entendido como o horário de fechamento dos mercados em que a classe de cotas atue.*

*§ 1º Quando se tratar de atuação em mercados no exterior, o encerramento do dia pode ser considerado como o horário de fechamento de um mercado específico indicado no regulamento.*

*§ 2º Para que o ~~O~~ fundo ~~que~~ possa efetuar cobrança de taxa de performance utilizando o método do ajuste, deve calcular o valor da cota ~~da classe que será debitado~~ sempre antes de descontada a provisão para o pagamento da taxa ~~de performance~~.*

44. A B3 também entende ser importante esclarecer na norma o prestador de serviço responsável por colher o termo de adesão e ciência de risco do cotista que ingressa no fundo de investimento, nos termos da seguinte sugestão no art. 28 da Estrutura Principal, com a renumeração dos demais parágrafos:

Art. 28. ~~Por meio de um termo de adesão e ciência de risco, ao~~ Ao ingressar no fundo, todo cotista deve atestar, por meio de um termo de adesão e ciência de risco, que: (...)

§1º O administrador ou o distribuidor, quando da distribuição por conta e ordem, serão os responsáveis por obter, junto ao cotista, o termo de adesão e ciência de risco. (...)

**e. Recompra de cotas por classes fechadas de fundos de investimento**

**45.** Atualmente, o art. 115, § 8º, da ICVM 555, admite a recompra de cotas de própria emissão apenas aos Fundos de Ações – Mercado de Acesso (“FMA”) constituídos sob a forma de condomínio fechado.

**46.** Essa discussão teve início no âmbito do Edital de Audiência Pública SDM nº 13/2013, que alterou a então Instrução CVM nº 409/2004. Na ocasião, a CVM fundamentou essa inovação como um mecanismo para gestores enfrentarem o descasamento entre o valor justo das cotas e o valor das cotas praticado no mercado secundário, frequente em fundos de investimentos fechados com carteira composta por ativos ilíquidos<sup>3</sup>.

**47.** No Relatório da referida audiência pública, a CVM reportou que outros participantes sugeriram a extensão da flexibilização de recompra de cotas a todos os fundos fechados e não apenas aos FMA, esclarecendo que a sugestão seria meritória, tendo em vista que todos os fundos fechados potencialmente enfrentam os mesmos desafios em relação à volatilidade do valor das cotas no mercado secundário. No entanto, por estar fora do âmbito daquela audiência pública, a CVM destacou que guardaria o comentário para futuras discussões.

**48.** O assunto foi levado novamente à CVM por participantes no bojo da Audiência Pública SDM nº 04/2014, que deu origem à ICVM 555, tendo a Autarquia se manifestado no sentido de que os FMA teriam características peculiares que tornariam a possibilidade de recompra necessária, decidindo “*não acatar a sugestão no momento, não se descartando, no entanto, a possibilidade*”

---

<sup>3</sup> Segundo o Edital, tal mecanismo “*ao mesmo tempo em que estimula as negociações no mercado secundário porque provê liquidez, permite que o administrador ou o gestor sinalize aos cotistas sua expectativa de entrega de resultados*”.

*de seu acatamento em revisões futuras da Instrução”, nos termos do respectivo Relatório.*

**49.** Por sua vez, a Minuta manteve essa previsão exclusiva aos FMA, conforme o art. 57, §6º, do Anexo Normativo I.

**50.** Não obstante, no âmbito da crescente demanda pela listagem e admissão à negociação de cotas de fundos fechados no segmento de bolsa da B3, a recompra de cotas tem sido um assunto recorrente, uma vez que pode impactar diretamente na liquidez e precificação correta desses ativos. Esse é, portanto, o momento adequado, a nosso ver, para que a discussão seja retomada.

**51.** A B3 concorda que esse é um mecanismo salutar, que tem o potencial de desenvolver o mercado secundário de fundos nos mesmos termos mencionados no Edital de Audiência Pública SDM nº 13/2013, motivo pelo qual propõe a sua ampliação às classes fechadas de todas as categorias de fundos de investimento admitidos à negociação no mercado de bolsa de valores, e não apenas ao FMA.

**52.** Importante pontuar que, embora este mecanismo gere preocupações com possíveis manipulações de preço das cotas, a infraestrutura da B3 já conta com funcionalidades e regras (tais como túneis de preço e o acionamento de leilões por variações elevadas no preço) que têm se mostrado eficazes para mitigar a ocorrência destas irregularidades.

**53.** Além disso, a vedação de recompra de cotas com a finalidade exclusiva de obtenção de ganhos pelo fundo de investimento, ou em ocasiões em que o gestor e administrador do fundo possuam informações ainda não divulgadas ao mercado reforçam a prevenção de irregularidades. Todas essas regras e funcionalidades são, ainda, corroboradas pelos deveres fiduciários previstos na ICVM 555 e reproduzidos na Minuta, aplicáveis aos gestores e administradores dos fundos de investimento.

**54.** Por isso, na visão da B3, seria possível e desejável a extensão da permissão de recompra de cotas de classes fechadas para as demais categorias de fundos de investimento listados em bolsa.

**55.** Por fim, a respeito dos procedimentos atualmente dispostos na ICVM 555, na percepção da B3, a obrigação de cancelamento das cotas recompradas pode

ter efeito negativo no patrimônio líquido do fundo. Neste caso, para proteger os cotistas do fundo seria importante permitir que o fundo (e futuramente a classe) possa, posteriormente, ofertar as cotas recompradas a um preço justo em ambiente de bolsa.

**56.** Nesse sentido, a B3 sugere as seguintes inclusões na Minuta, trazendo, para a Estrutura Principal, o mecanismo da recompra previsto hoje apenas para os FIFs:

### **Estrutura Principal**

*Art. 24. A assembleia de cotistas que deliberar a emissão de novas cotas de classe fechada pode dispor sobre a quantidade mínima de cotas que devem ser subscritas para que a distribuição seja efetivada, e o tratamento a ser dado no caso de a quantidade mínima não ser alcançada.*

*Parágrafo único. O regulamento pode autorizar a classe fechada a comprar suas próprias cotas no mercado organizado em que estejam admitidas à negociação, desde que:*

*I – o valor de recompra da cota seja inferior ao valor patrimonial da cota do dia imediatamente anterior ao da recompra; e*

*II – o volume de recompras não ultrapasse, em um período de 12 (doze) meses, 10% (dez por cento) do total das cotas do fundo.*

### **Anexo Normativo I**

*Art. 57. Os fundos categorizados como “Ações” devem ter classes de cotas que possuam como principal fator de risco a variação de preços de ações admitidas à negociação no mercado organizado. (...)*

~~*§ 6º O regulamento do Fundo de Ações – Mercado de Acesso pode autorizar a classe fechada a comprar suas próprias cotas no mercado organizado em que estejam admitidas à negociação, desde que:*~~

~~*I – o valor de recompra da cota seja inferior ao valor patrimonial da cota do dia imediatamente anterior ao da recompra;*~~

~~*II – as cotas recompradas sejam canceladas; e*~~

~~III—o volume de recompras não ultrapasse, em um período de 12 (doze) meses, 10% (dez por cento) do total das cotas do fundo.~~

#### **f. Subscrição e integralização de cotas**

**57.** Os artigos 29 e 31 da Estrutura Principal mencionam o encaminhamento de informações pelo administrador no “sistema eletrônico disponível na rede mundial de computadores”.

**58.** A fim de evitar dúvidas entre os participantes do mercado e padronizar as menções da Minuta, a B3 sugere que seja feita referência mais precisa nestes trechos, apontando-se nominalmente ao sistema disponibilizado pela CVM na rede mundial de computador:

*Art. 29. O administrador deve encaminhar, por meio de sistema eletrônico ~~disponível~~ disponibilizado pela CVM na rede mundial de computadores, a lista de subscritores de cotas da classe fechada, no prazo de 5 (cinco) dias úteis após o encerramento da distribuição, contendo no mínimo as seguintes informações: (...).*

*Art. 31. O administrador deve informar a data da primeira integralização de cada classe de cotas, por meio de sistema eletrônico ~~disponível~~ disponibilizado pela CVM na rede mundial de computadores, no prazo de 5 (cinco) dias úteis.*

#### **g. Documentos e informações do fundo**

**59.** A B3 sugere incluir a menção a documentos e informações no caput do artigo 43 da Estrutura Principal, a fim de ajustar a coesão entre o caput e a relação de exigências disposta nos incisos do artigo.

*Art. 43. A divulgação de informações sobre o fundo deve ser abrangente, equitativa e simultânea para todos os cotistas, inclusive, mas não limitadamente, por meio da disponibilização dos seguintes materiais, documentos e informações relacionados ao fundo nos canais eletrônicos e nas páginas na rede mundial de computadores do administrador, do gestor, do distribuidor, enquanto a distribuição estiver em curso, e da entidade administradora do mercado organizado em que as cotas sejam admitidas à negociação: (...).*

**60.** Quanto ao art. 44 da Estrutura Principal, a respeito dos dispositivos que devem constar no regulamento, a B3 sugere que a divisão feita por referência no parágrafo segundo seja disposta de forma expressa nos parágrafos primeiro e segundo do artigo.

**61.** Além disso, propõe a inclusão sobre a existência de Comitês de Investimento e outros comitês e de suas respectivas políticas na lista de disposições obrigatórias do regulamento.

**62.** Em linha com o já previsto para os FII, sugere-se a inclusão de novo §3º sobre o direito de preferência para os cotistas, caso haja emissão de novas cotas por deliberação do administrador, prevista em regulamento.

**63.** Ainda neste artigo, conforme apontando acima, nos comentários sobre o artigo 2º da Estrutura Principal, a B3 sugere que o parágrafo 3º seja deslocado para o início da Minuta, a fim de facilitar a compreensão do texto ao longo como um todo:

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

*§ 1º O regulamento deve, obrigatoriamente, dispor [na seção comum aplicável a todas as classes](#) sobre: (...)*

~~III – público-alvo;~~

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

~~V-IV – definição sobre se o fundo contará com classe única de cotas ou diferentes classes de cotas;~~

~~VI – regime das cotas, se aberto ou fechado;~~

~~VII-V – prazo de duração, se determinado ou indeterminado;~~

~~VIII – política de investimento, aderente à categoria do fundo;~~

~~IX – identificação dos fatores de risco;~~



~~X — taxa de administração, fixa e expressa em percentual anual do patrimônio líquido (base 252 dias);~~

~~XI — taxa de gestão, fixa e expressa em percentual anual do patrimônio líquido do fundo (base 252 dias);~~

~~XII — taxa total de serviços, fixa e expressa em percentual anual do patrimônio líquido do fundo (base 252 dias);~~

~~XIII-VI — demais despesas do fundo, em conformidade com o disposto nas regras específicas de cada tipo de fundo;~~

VII — o rateio das despesas em comum entre as diferentes classes de cotas, com vistas a evitar que ocorra transferência indevida de riqueza entre as classes; e

~~XIV — condições para a aplicação e o resgate de cotas nas classes abertas, inclusive no que se refere a feriados estaduais e municipais;~~

~~XV — taxas de ingresso e de saída, se houver;~~

~~XVI — distribuição de resultados, se for o caso, compreendendo os prazos e condições de pagamento;~~

~~XVII — intervalo para a atualização do valor da cota, quando for o caso;~~

~~XVIII — exercício social;~~

~~XIX — forma de comunicação que será utilizada pelo administrador, em conformidade com o disposto no art. 12;~~

~~XXVIII — procedimentos aplicáveis às manifestações de vontade dos cotistas por meio digital, observado o disposto no art. 12, § 3º, I;~~

~~XXI — eventos que obrigam o administrador a verificar se o patrimônio líquido está negativo; e~~

~~XXII — definição dos procedimentos requeridos para efetivar a liquidação, o que pode incluir hipóteses de liquidação antecipada.~~

§ 2º O regulamento deve, obrigatoriamente, dispor nos anexos que disciplinam as classes de cotas, sobre:

I – público-alvo;

II – regime das cotas, se aberto ou fechado;

III – possibilidade ou não de futuras emissões de cotas e, se será resguardado o direito de preferência para os cotistas;

IV – se for o caso, autorização para a emissão de novas cotas a critério do administrador, independentemente de aprovação em assembleia geral e de alteração do regulamento;

V – política de investimento, aderente à categoria do fundo;

VI – se for o caso, os comitês existentes e suas respectivas políticas;

VII – identificação dos fatores de risco;

VIII – taxa de administração, fixa e expressa em percentual anual do patrimônio líquido (base 252 dias);

IX – taxa de gestão, fixa e expressa em percentual anual do patrimônio líquido do fundo (base 252 dias);

X – taxa total de serviços, fixa e expressa em percentual anual do patrimônio líquido do fundo (base 252 dias);

XI – condições para a aplicação e o resgate de cotas nas classes abertas, inclusive no que se refere a feriados estaduais e municipais;

XII – taxas de ingresso e de saída, se houver;

XIII – distribuição de resultados, se for o caso, compreendendo os prazos e condições de pagamento;

XIV – intervalo para a atualização do valor da cota, quando for o caso;

XV – exercício social;

XVI – forma de comunicação que será utilizada pelo administrador, em conformidade com o disposto no art. 12;

XVII – eventos que obrigam o administrador a verificar se o patrimônio líquido está negativo; e

XVIII – definição dos procedimentos requeridos para efetivar a liquidação, o que pode incluir hipóteses de liquidação antecipada.

§ 3º A autorização para a emissão de cotas a critério do administrador mencionada no §2º, inciso IV deve especificar o número máximo de cotas que podem ser emitidas ou o valor total a ser emitido, assegurado o direito de preferência aos atuais cotistas.

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

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

~~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 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~~

~~III – o rateio das despesas em comum entre as diferentes classes de cotas deve ser disciplinado na seção comum do regulamento com vistas a evitar que ocorra transferência indevida de riqueza entre as classes.~~

~~§ 3º Para fins do correto entendimento desta Resolução e seus Anexos Normativos, as menções ao regulamento e ao regulamento do fundo abrangem também os anexos referentes às classes de cotas do fundo, se houver.~~

**64.** A B3 sugere que na divulgação da rentabilidade seja mencionada especificamente a data do início do funcionamento da classe cuja rentabilidade seja objeto da divulgação e a inclusão da taxa de gestão, que conforme o artigo 76 da Estrutura Principal, passaria a ser apartada da taxa de administração:

Art. 51. Toda informação divulgada por qualquer meio, na qual seja incluída referência à rentabilidade, deve obrigatoriamente:

I – mencionar a data do início de funcionamento da classe cuja rentabilidade seja divulgada;

*II – contemplar, adicionalmente à informação divulgada, a rentabilidade mensal e a rentabilidade acumulada nos últimos 12 (doze) meses, não sendo obrigatória, neste caso, a discriminação mês a mês, ou no período decorrido desde a sua constituição, se inferior, observado, ainda, o disposto no art. 52;*

*III – ser acompanhada do valor do patrimônio líquido médio mensal dos últimos 12 (doze) meses ou desde a sua constituição, se mais recente;*

*IV – divulgar a taxa de administração [e a taxa de gestão](#); e*

*V – destacar o público-alvo da classe de cotas, assim como as restrições quanto à captação, se houver, de forma a ressaltar eventual impossibilidade, permanente ou temporária, de acesso por parte do público em geral.*

#### **h. Divulgação de informações**

**65.** A B3 sugere que o artigo 58 da Estrutura Principal deixe clara a obrigação de divulgação de atos e fatos relevantes relacionados unicamente às classes dos fundos de investimento. Também é importante evidenciar na Minuta a obrigação de este procedimento seguir as normas das próprias entidades administradoras de mercados organizados:

*Art. 58. O administrador é obrigado a divulgar imediatamente qualquer ato ou fato relevante ocorrido ou relacionado ao funcionamento do fundo, [de suas classes](#) ou aos ativos integrantes da carteira. (...)*

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

*I – comunicado a todos os cotistas do fundo de investimento;*

*II – informado à entidade administradora de mercado organizado onde as cotas estejam admitidas à negociação, [seguindo suas regras e procedimentos para a divulgação de informações relevantes](#); (...).*

**66.** Ainda, o artigo 60 poderia deixar explícito e que o exercício das classes deve ser encerrado na mesma data do exercício do fundo de investimento:

*Art. 60. O exercício do fundo de investimento deve ser encerrado a cada 12 (doze) meses, quando devem ser levantadas as demonstrações contábeis do fundo e de suas classes de cotas relativas ao período findo.*

~~Parágrafo único.~~ § 1º A data do encerramento do exercício do fundo deve coincidir com o fim de um dos meses do calendário civil.

§ 2º O exercício das classes coincidirá com o exercício do fundo de investimento no qual se inserem.

#### **i. Assembleia e deliberações de cotistas**

**67.** Na visão da B3, as disposições do artigo 65 da Estrutura Principal não contemplam todas as possibilidades existentes para todas as categorias de fundos de investimento, como referido anteriormente.

**68.** O artigo 9º, XXIII, da ICVM 578, que dispõe sobre o regulamento do FIP, por exemplo, admite que o regulamento autorize a emissão de novas cotas a critério do administrador ou gestor, independentemente de aprovação em assembleia geral e de alteração do regulamento.

**69.** Já o artigo 24, XIII, da ICVM 578 permite que a assembleia geral delibere a inclusão de encargos do fundo não previstos na instrução ou o seu respectivo aumento acima dos limites máximos quando previstos no regulamento.

**70.** Sendo assim, propomos os seguintes ajustes na redação do artigo:

*Art. 65. Compete privativamente à assembleia especial de cotistas deliberar sobre:*

*I – as demonstrações contábeis da classe de cotas apresentadas pelo administrador;*

*II – a fusão, a incorporação, a transformação ou a liquidação da classe;*

*III – a emissão de novas cotas, na classe fechada, exceto se o regulamento prever a possibilidade de emissão de cotas por decisão dos prestadores de serviços essenciais;*

*IV – a amortização e o resgate compulsório de cotas, caso não estejam previstos no regulamento;*

*V – plano de resolução de patrimônio líquido negativo;~~e~~*

*VI – a alteração do regulamento, exclusivamente naquilo que disciplina assuntos de interesse exclusivo da classe, ressalvado o disposto no art. 47;~~e~~*

*VII – a inclusão de encargos do fundo não previstos na Resolução ou o seu respectivo aumento acima dos limites máximos quando previstos no regulamento.*

**71.** No art. 67 da Estrutura Principal, a CVM excluiu o prazo de 120 dias para deliberação das demonstrações contábeis após o término do exercício social. A B3 entende que este prazo é importante para trazer previsibilidade aos cotistas e contribui para a fiscalização do cumprimento deste dever por parte dos prestadores de serviço do fundo de investimento e pela entidade administradora de mercados organizados. Hoje, inclusive, os outros fundos – FII e FIP – utilizam o atual artigo 68 da ICVM 555 como referencial para a contagem de prazos.

**72.** Atualmente, contudo, o referido prazo é contado em dias, o que gera certos descasamentos e descumprimentos das regras, especialmente, em anos bissextos. Para evitar essa questão, a B3 sugere que a contagem do prazo passe a ser feita em meses, assim como é feito pelas companhias abertas (art. 132 da Lei nº 6.404/1976).

**73.** Nesse sentido, sugere-se o seguinte:

*Art. 67. Anualmente, até 4 (quatro) meses após o término do exercício social, os cotistas devem deliberar em assembleia geral sobre as demonstrações contábeis do fundo de investimento ou da classe de cotas, conforme o caso, fazendo-o no prazo previsto nas regras específicas de cada categoria de fundo de investimento. (...)*

**74.** A B3 propõe a uniformização de redação no artigo 70, para menção de assembleia “digital”, em linha com a redação do no artigo 66 da Estrutura Principal:

*Art. 70. A assembleia de cotistas pode ser realizada:*

*I – de modo exclusivamente ~~remoto~~ digital, caso os cotistas somente possam participar e votar por meio de comunicação escrita ou sistema eletrônico; ou*

*II – de modo parcialmente ~~remoto~~ digital, caso os cotistas possam participar e votar tanto presencialmente quanto a distância por meio de comunicação escrita ou sistema eletrônico.*

**75.** Quanto ao art. 71, §2º da Estrutura Principal, a B3 entende relevante compreender se o prazo mínimo de dez dias para manifestação dos cotistas sobre a deliberação adotada mediante processo de consulta formal, sem necessidade de reunião dos cotistas, incluiria o prazo de apuração e resposta dos cotistas.

#### **j. Prestação de serviços**

**76.** O artigo 76 da Estrutura Principal prevê o início do funcionamento do fundo de investimento por meio da “atuação dos prestadores de serviço essenciais e terceiros por eles contratados”.

**77.** Na visão da B3, tal conceito parece bastante amplo e, na prática, sua adoção poderia criar incertezas para a administração e gestão do fundo, especialmente em relação às datas a serem consideradas como referência para confecção e divulgação de informações, como, por exemplo, mencionado no inciso I do art. 51 da Estrutura Principal.

**78.** Além disso, na atual regra dos FII, a data de início do fundo é identificada a partir da data da primeira integralização, o que parece gerar um descasamento entre os normativos e deve ser considerado quando a Resolução passar a abarcar os FII.

**79.** Sendo assim, a B3 sugere, desde já, a uniformização do parâmetro de início do funcionamento do fundo, com base na data da primeira integralização:

*Art. 76. O funcionamento do fundo de investimento se materializa por meio da ~~atuação dos prestadores de serviços essenciais e terceiros por eles contratados, por escrito, em nome do fundo~~ primeira integralização de cotas do fundo. (...)*

**80.** Quanto aos serviços que podem ser contratados pelo administrador, a B3 indaga se a atividade de “controle e processamento dos ativos” mencionada no artigo 79, §1º, inciso I, da Estrutura Principal, corresponde à custódia de valores mobiliários, disciplinada pela Instrução CVM 542/2013 e atualmente prevista no art. 78, §2º, VI, da atual ICVM 555.

**81.** A B3 também entende importante a inclusão, neste artigo, da autorização para contratação de provedores de índices por fundos, incluindo os ETFs, uma vez que o rol de prestadores de serviço apresentado pelo artigo é taxativo:

*Art. 79. Podem ser administradores de fundo de investimento as pessoas jurídicas autorizadas pela CVM para o exercício profissional de administração de carteiras de valores mobiliários, na categoria de administrador fiduciário.*

*§ 1º O administrador pode contratar, em nome do fundo, com terceiros devidamente habilitados e autorizados, os seguintes serviços, com a exclusão de quaisquer outros não listados a seguir:*

*I – atividades de tesouraria, de controle e processamento dos ativos;*

*II – escrituração das cotas;*

*III – classificação de risco por agência de classificação de risco de crédito;*

*e*

*IV – auditor independente referido no art. 63; e*

*V – provedores de índice.*

**82.** No art. 87 da Estrutura Principal, há menção à possibilidade de o gestor utilizar ativos da carteira para prestação de garantias de operações do fundo. Neste ponto, a B3 gostaria de alertar que tal disposição parece incompatível com a vedação hoje existente para os FII na ICVM 472. Desse modo, sugere:

*Art. 87. É vedado ~~ao administrador e ao gestor~~ aos prestadores de serviços essenciais, em suas respectivas esferas de atuação, praticar os seguintes atos em nome do fundo de investimento:*

*§ 2º Exceto se previsto de forma diversa na regulação específica, ~~O~~ gestor pode utilizar ativos da carteira para prestação de garantias de*



*operações do fundo de investimento, bem como emprestar e tomar ativos financeiros em empréstimo, desde que tais operações de empréstimo sejam cursadas exclusivamente por meio de serviço autorizado pelo Banco Central do Brasil ou pela CVM.*

**83.** Por fim, no artigo 88 da Estrutura Principal, a B3 entende importante deixar explícito que a menção a multas cominatórias inclui aquelas aplicadas pela administradora de mercados organizados na qual as cotas do fundo são negociadas e entidades autorreguladoras:

*Art. 88. Incluem-se entre as obrigações do administrador, além das demais previstas nesta Resolução e em regra específica: (...)*

*III – pagar a multa cominatória, aplicadas por reguladores, autorreguladores e entidades administradoras de mercados organizados às suas expensas, nos termos da legislação vigente, por cada dia de atraso no cumprimento dos prazos previstos em regra específica da categoria do fundo; (...).*

#### **k. Carteira**

**84.** Nos casos de iliquidez excepcional da carteira do fundo, a B3 acredita que a solução prevista no art. 15 do Anexo Normativo I deveria ser aplicável a todos os fundos de investimento. Nesse sentido, sugere a transferência desse dispositivo para a Estrutura Principal e, por consequência, sua exclusão do Anexo Normativo I:

#### **Estrutura principal**

*Art. 42. No caso de fechamento dos mercados e em casos excepcionais de iliquidez dos ativos componentes da carteira, inclusive em decorrência de pedidos de resgates incompatíveis com a liquidez existente, ou que possam implicar alteração do tratamento tributário do fundo ou do conjunto dos cotistas, em prejuízo destes últimos, o administrador pode declarar o fechamento da classe de cotas para a realização de resgates. (...)*

*§ 8º Em resposta à iliquidez excepcional da carteira de ativos, a assembleia extraordinária de cotistas pode deliberar sobre a possibilidade de pagamento de resgate em ativos financeiros.*

## Anexo Normativo I

~~Art. 15. Em acréscimo às possibilidades previstas no art. 42, § 3º, da Resolução, em resposta à iliquidez excepcional da carteira de ativos, a assembleia extraordinária de cotistas pode deliberar sobre a possibilidade de pagamento de resgate em ativos financeiros.~~

**85.** Tendo em vista a lógica da criação das classes e subclasses de fundos de investimento e buscando uniformizar a redação da Minuta, a B3 sugere que o art. 50 do Anexo Normativo I seja adaptado, a fim de explicitar que todos os fundos financeiros de renda fixa devem ter classes que possuam como “*principal fator de risco de sua carteira a variação da taxa de juros, de índice de preços, ou ambos*”:

~~Art. 50. Os fundos categorizados como “Renda Fixa” *somente podem* devem ter classes de cotas que possuam como principal fator de risco de sua carteira a variação da taxa de juros, de índice de preços, ou ambos.~~

### **I. Encargos**

**86.** Quanto aos encargos do fundo de investimento, a B3 entende pertinente que as previsões da Estrutura Principal propostas sejam revistas no sentido de que este artigo esteja mais aderente à realidade do mercado.

**87.** Por se tratar de um rol taxativo, é importante que os encargos previstos mantenham a segurança imprescindível para o funcionamento do fundo e para os cotistas, sem que onere inadequadamente os prestadores de serviço essenciais, tornando os custos um empecilho ao desenvolvimento de novas funcionalidades de gestão e administração do fundo.

**88.** Sendo assim, a B3 sugere a inclusão, no inciso II do art. 100 da Estrutura Principal, de previsão a respeito das despesas com a obtenção de dados para elaboração dos documentos e informações do fundo, bem como para a tomada de decisões de gestão. Tendo em vista a popularização de estratégias e mecanismos fortemente baseados em análise de dados, esse ajuste traz segurança para que o mercado (administrador e gestor) possa obter informações e dados mais apurados e atualizados, a fim de cumprir, da melhor maneira possível, as exigências regulatórias, tais como apreçamento de carteira e

divulgações de informações (rentabilidade das classes, valor de cota diária e valor de mercado da carteira etc.).

**89.** No inciso XI do mesmo art. 100, foi suprimida a expressão “modalidades operacionais”. Na visão da B3, a manutenção desta previsão faz-se importante por tratar de despesas necessárias para realização de operações com ativos da carteira, por exemplo, no módulo de ônus e gravames. Além disso, para fins de harmonização de tratamento dentre os diversos tipos de fundos, sugerimos a inclusão de um novo inciso XII abordando as despesas com custódia à luz da proposta feita no art. 76, inciso III, do Anexo Normativo I, para os FIFs.

**90.** A B3 também considera importante incluir inciso que trate das despesas de admissão das cotas à negociação em mercado organizado para constar expressamente os custos de manutenção do ativo nesse ambiente e a possibilidade de cotas de fundos abertos também poderem ser admitidas em tal previsão.

**91.** A B3 também sugere alterações nos incisos VII, IX e X do art. 100, que trata de despesas, visando ao alinhamento da Minuta com, respectivamente, o art. 47, inciso IX, da ICVM 472, art. 56, inciso VII, ICVM 356, art. 45, inciso IX, da ICVM 578 e art. 47, inciso X, da ICVM 472.

**92.** Considerando o acima exposto, o dispositivo em questão teria a seguinte redação:

*Art. 100. Constituem encargos do fundo as seguintes despesas, que lhe podem ser debitadas diretamente, sem prejuízo de outras previstas nos Anexos Normativos a esta Resolução ou em regulamentação específica:*

*I – taxas, impostos ou contribuições federais, estaduais, municipais ou autárquicas, que recaiam ou venham a recair sobre os bens, direitos e obrigações do fundo;*

*II – despesas com o registro de documentos em cartório, impressão, expedição e publicação de documentos, relatórios e informações periódicas previstas nesta Resolução, incluindo despesas relacionadas à obtenção de dados para elaboração dos documentos e informações, tais como marcação e apreçamento dos ativos da carteira; (...)*

VII – gastos derivados da celebração de contratos de seguro sobre os ativos do fundo, bem como a parcela de prejuízos não coberta por apólices de seguro e não decorrente diretamente de culpa ou dolo dos prestadores dos serviços de administração no exercício de suas respectivas funções;

VIII – despesas relacionadas, direta ou indiretamente, ao exercício de direito de voto decorrente de ativos do fundo;

IX - despesas inerentes à constituição ou liquidação do fundo, bem como à realização de assembleia geral e ao exercício de direito de voto pelos cotistas;

X - despesas inerentes à fusão, incorporação, cisão, transformação ou liquidação do fundo, dentro de limites estabelecidos pelo regulamento;

XI – despesas com liquidação, registro, e custódia de operações com ativos da carteira, bem como outras modalidades operacionais envolvendo ativos da carteira;

XII - despesas com custódia e escrituração de cotas do próprio fundo;

XIII – despesas com fechamento de câmbio, vinculadas às suas operações ou com certificados ou recibos de depósito de valores mobiliários;

XIV - despesas com a contribuição anual e com os acessos aos sistemas devidas às bolsas de valores ou à entidade do mercado de balcão organizado, inclusive aqueles serviços de tecnologia prestados por tais entidades, em que o fundo tenha suas cotas admitidas à negociação;

~~XIV – no caso de fundo fechado, se for o caso, as despesas inerentes à admissão das cotas à negociação em mercado organizado;~~ despesas relacionadas à admissão e manutenção das cotas do fundo em ambiente de mercado organizado de valores mobiliários administrado por entidades administradoras autorizadas pela CVM;

XVI - gastos da distribuição primária de cotas;

XVII – royalties devidos pelo licenciamento de índices de referência, desde que cobrados de acordo com contrato estabelecido entre o administrador e a instituição que detém os direitos sobre o índice;

*XVIII – as taxas de administração e de gestão; e*

*XIX – honorários e despesas relacionadas à atividade de formador de mercado.*

**93.** Adicionalmente, a B3 reforça a importância de manter na lista de encargos do fundo a menção aos *royalties* devidos pelo licenciamento de índices de referência. Com efeito, há, hoje, certo descasamento entre a regulação dos ETFs e dos fundos não estruturados, pois, enquanto a ICVM 359 atribui os custos com *royalties* ao fundo, a ICVM 555 não trata do tema.

**94.** Como consequência, nesse último caso, os fundos constituídos nos termos da ICVM 555 que não se caracterizam como ETF e, portanto, não estão sujeitos ao disposto na ICVM 359, mas gostariam de utilizar índices calculados por provedores de índices para balizamento de sua estratégia de investimentos não podem arcar com o pagamento dos *royalties*.

**95.** Por tal razão, a B3 entende ser extremamente salutar a proposta da CVM de uniformizar o tratamento conferido aos encargos derivados da utilização de índices de referência por fundos de investimento. Afinal, parece não haver razões substanciais que justifiquem a diferença atual. Na realidade, o racional para a contratação de índices por um ETF e por um fundo não estruturado é, em essência, o mesmo, ou seja, servir como parâmetro balizador da carteira ou performance do fundo.

**96.** Ademais, são os próprios cotistas os principais beneficiados financeiramente por essa estratégia. Com efeito, o uso do índice implica padronização para avaliação do gestor (via *tracking error*), amplia ao cotista o seu conhecimento sobre o risco e retorno do seu *benchmark*, além de conferir clareza nas principais métricas de avaliação de um fundo. Há razão econômica, portanto, para que o próprio fundo arque com tais encargos.

**97.** Por fim, cabe destacar que, no cenário internacional<sup>4</sup>, é padrão a previsão de autorização prévia ou acordo para uso dos índices e respectiva cobrança dos

---

<sup>4</sup> Conforme identificado em consulta aos websites dos provedores internacionais FTSE RUSEEL Inc. e NIKKEI Inc: <https://www.ftserussell.com/legal/website-terms-use> e <https://indexes.nikkei.co.jp/en/nkave/license>.

*royalties* em diferentes produtos financeiros (não apenas ETFs, mas também fundos de investimento, contratos futuros, opções, dentre outros).

98. Em relação ao art. 101 da Estrutura Principal, a B3 propõe o alinhamento da redação dos diferentes fundos, com base na proposta da Minuta para os FIDCs (art. 57 do Anexo Normativo II). Desse modo, tornar-se-ia regra geral a possibilidade de o administrador, com apoio expresso e prévio da assembleia geral de cotistas, incluir outras despesas como encargos do fundo.

99. Sendo assim, propomos os seguintes ajustes no art. 101 da Estrutura Principal e no art. 57 do Anexo Normativo II:

#### **Estrutura Principal**

Art. 101. Sem prejuízo das regras específicas de cada categoria de fundo,  
~~Quaisquer despesas não previstas como encargos do fundo, inclusive aquelas de que trata o art. 83, § 4º, correm por conta do prestador de serviço essencial que a tiver contratado, sem prejuízo das regras específicas de cada categoria de fundo~~ exceto se:

I – tratar de encargos não previstos e que sejam, no entender do administrador, próprios ao fundo e exigíveis para sua boa administração;  
e

II – houver ratificação posterior ou autorização prévia em deliberação da assembleia geral de cotistas.

#### **Anexo Normativo II**

Art. 57. Nas classes abertas, as taxas de administração, gestão e performance devem ser provisionadas por dia útil, sempre como despesa da classe, e apropriadas conforme estabelecido no regulamento.

~~Parágrafo único. Quaisquer despesas não previstas como encargos do fundo devem ser imputadas ao administrador, sendo por ele contratadas em nome próprio, exceto se:~~

~~I – tratar de encargos não previstos e que sejam, no entender do administrador, próprios ao fundo e exigíveis para sua boa administração;~~  
~~e~~

~~II — houver ratificação posterior em deliberação da assembleia geral de cotistas.~~

**m. Incorporação, fusão, cisão e transformação**

**100.** O art. 102 da Estrutura Principal prevê o direito de recesso dos cotistas de classes fechadas, que discordarem, ou se absterem da deliberação ou não comparecerem à assembleia geral de cotistas. Nesse tocante, a B3 enxerga uma boa oportunidade para que a CVM regule os procedimentos pormenorizados de recesso de cotistas, disciplinando seus prazos, condições e forma de divulgação de informações.

**n. Patrimônio líquido negativo com limitação de responsabilidade**

**101.** Sobre o procedimento de insolvência dos fundos de investimento, novidade trazida nos artigos 105 a 108 da Estrutura Principal, a B3 observa a importância do envio das comunicações à administradora do mercado organizado na qual as cotas são negociadas, a fim de possibilitar a operacionalização do procedimento e viabilizar as proteções adequadas aos cotistas e ao mercado.

**102.** A fim de aprimorar o procedimento, a B3 considera importante que a Resolução a ser publicada trate de aspectos relevantes sobre o tema, tais quais:

- (a)** esclarecimento sobre a aplicação do procedimento às cotas de classe aberta e fechada e como funcionará nos casos dos fundos híbridos;
- (b)** a possibilidade de suspensão da negociação das cotas no mercado secundário durante o procedimento, inclusive nos casos em que o valor da cota estiver negativo; e
- (c)** a quem competirá a decisão sobre a suspensão de negociação das cotas – se a cargo da CVM, ou da administradora do mercado organizado onde as cotas do fundo forem negociadas.

**103.** Tendo em vista a novidade da aplicação do procedimento da insolvência civil aos fundos de investimento, trazida pela LLE, na visão da B3 é relevante incluir no texto do art. 106 da Estrutura Principal a previsão expressa de quem

são os atores que podem pedir a insolvência do fundo, conforme previsto pelo regulamento do fundo:

*Art. 106. A CVM pode pedir a declaração judicial de insolvência do fundo de investimento, quando identificar situação na qual o patrimônio líquido negativo represente risco para o funcionamento eficiente do mercado de valores mobiliários ou para a integridade do sistema financeiro.*

*Parágrafo único. A insolvência também pode ser requerida judicialmente por credores ou por deliberação própria dos cotistas do fundo de investimento, nos termos de seu regulamento.*

**o. Admissão de fundos de investimento como formadores de mercado**

**104.** A B3 entende ser extremamente oportuno e pertinente incluir, no âmbito da presente audiência pública, a possibilidade de os fundos de investimento em geral atuarem como formadores de mercado.

**105.** A atual ICVM 555 não veda expressamente esta prática, embora o artigo 2º da Instrução CVM nº 384/2003 (“ICVM 384”) exija que a atividade seja prestada por pessoa jurídica. Este seria o impeditivo regulatório, hoje, para a admissão dos fundos de investimento em geral como formadores de mercado.

**106.** No entanto, nos últimos anos, os fundos de investimentos tornaram-se os principais provedores de liquidez em diversos produtos financeiros negociados nos ambientes da B3, como por exemplo, o Contrato Futuro de Cupom de IPCA (DAP), no qual os fundos de investimentos representaram, em 2020, 70% do volume médio diário negociado.

**107.** Ocorre que, mesmo desempenhando papel similar ao do formador de mercado, promovendo liquidez nos livros de oferta, esses participantes não são elegíveis aos benefícios dos formadores de mercado, como isenção nas taxas e emolumentos da B3, aumento no limite de mensageria e isenções de tarifas para hedge de carteira.

**108.** Entendemos que os fundos de investimento, ao assumirem o papel de formador de mercado, não comprometeriam suas exposições a risco por dois principais motivos: **(i)** a essência da estratégia de formador de mercado é de promover liquidez por meio da negociação de diferenciais de preços entre ofertas



de compra e venda com o intuito de manter o mínimo de posições direcionais no final do dia; e **(ii)** os produtos derivativos listados negociados na B3 passam pelo sistema de limite de posição, o qual restringe a alta concentração de posições em aberto do participante no produto e, conseqüentemente, maior risco.

**109.** Além disso, o processo de aprovação de uma instituição no programa de formador de mercado passa pela análise do Comitê de Risco da B3, que avalia o risco potencial atrelado à sua atuação como provedora de liquidez. Se a instituição for aprovada e ao longo do contrato entender que a atuação como formador de mercado submete as suas estratégias a riscos, a instituição poderá optar pelo seu descredenciamento mediante aviso prévio de trinta dias.

**110.** Entendemos que a CVM já deu um passo nessa direção em 2017 quando, em resposta à consulta da então BM&FBOVESPA, o Colegiado autorizou a constituição de fundos de investimento exclusivos para viabilizar a atuação de tesourarias de instituições financeiras como formadores de mercado, quando a atividade for desempenhada pelo administrador ou pelo gestor do fundo.

**111.** Todavia, considerando a atual realidade do mercado, a B3 acredita que a admissão de fundos de investimento como formadores de mercado não deveria se restringir aos fundos exclusivos. Conforme mencionado acima, a inclusão dos fundos nos programas de incentivo da B3 beneficiaria os próprios cotistas e promoveria ainda mais liquidez para o mercado proporcionando melhores condições de formação de preço e redução da volatilidade dos valores mobiliários.

**112.** À luz desse cenário, a B3 sugere uma adaptação pontual do art. 2º da ICVM 384, que seria alterada pela própria Resolução, para que fundos de investimentos possam praticar a atividade de formadores de mercado a partir de previsão expressa no regulamento do fundo de investimento, nos seguintes termos:

*Art. 2º. A atividade de formador de mercado deve ser exercida por pessoas jurídicas ou fundos de investimento, devidamente cadastradas, junto às bolsas de valores e às entidades de mercado de balcão organizado, interessadas na realização de operações destinadas a fomentar a liquidez de valores mobiliários com registro para negociação.*

Parágrafo único. Os fundos de investimentos apenas poderão atuar como formadores de mercado mediante autorização expressa em seu regulamento para exercício de tal atividade.

**p. Prazos para adaptação**

**113.** As propostas do Edital implicam mudanças profundas nas estruturas dos fundos de investimento, que exigem adaptações relevantes nos sistemas da B3 e de todo o mercado, em especial para adequação à estrutura de classes e subclasses (item I.d. Classes de cotas e patrimônios segregados), à atribuição do código ISIN aos ativos financeiros da carteira dos fundos de investimento financeiros (item I.e. Código ISIN) e o registro dos direitos creditórios que compõe a carteira dos FIDC em entidades registradoras autorizada pelo Banco Central do Brasil.

**114.** Tendo em vista os diferentes níveis de complexidade dos temas mencionados acima, a B3 sugere duas etapas para que nova Resolução entre em vigor: **(i)** 24 meses para vigorarem os ajustes de classes de cotas e patrimônios segregados; e **(ii)** 180 dias para os demais pontos abordados no Edital. A redação do art. 122, portanto, seria a seguinte:

*Art. 122. Esta Resolução entra em vigor ~~em [data específica estabelecida 60 (sessenta) dias após a publicação].~~*

*I – em 24 meses após a sua publicação, para os ajustes de classes de cotas e patrimônios segregados; e*

*II – em 180 dias após a sua publicação, para os demais temas.*

**115.** A B3 agradece a oportunidade de se manifestar sobre o Edital e coloca-se à disposição para quaisquer esclarecimentos que se façam necessários.

**Atenciosamente,**

**B3 S.A. – BRASIL, BOLSA, BALCÃO**