

Rio de Janeiro, 15 de abril de 2021

À

Superintendência de Desenvolvimento de Mercado – SDM

Comissão de Valores Mobiliários – CVM
Rua Sete de Setembro nº 111, 23º andar
Rio de Janeiro/RJ, CEP: 20050-901

(Via e-mail audpublicaSDM0820@cvm.gov.br)

Ref.: Edital de Audiência Pública SDM nº 08/20 que tem por objeto aprovar o teor da 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.

Prezados Senhores,

Nós, da **BENZECRY E PITTA ADVOCACIA ESPECIALIZADA**, encaminhamos nossas sugestões e comentários com o objetivo de estimular o amplo debate e aprimoramento ao texto da minuta de Resolução objeto da Audiência Pública em referência (“Minuta”), contribuindo com essa importante iniciativa da Comissão de Valores Mobiliários (“CVM”) e o desenvolvimento salutar do mercado, divididos da seguinte forma:

PARTE 1 – GRANDES TEMAS

- A. SOLIDARIEDADE
- B. DENOMINAÇÃO “RESPONSABILIDADE ILIMITADA” E “TERMO DE CIÊNCIA DE ASSUNÇÃO DE RESPONSABILIDADE ILIMITADA”
- C. INVESTIMENTO NO EXTERIOR E PÚBLICO EM GERAL
- D. EXPOSIÇÃO A RISCO DE CAPITAL
- E. CLASSES E SUBCLASSES VERSUS ESTRUTURAS MASTER-FEEDER
- F. PATRIMONIOS SEGREGADOS POR CLASSE VERSUS CNPJ ÚNICO DO FUNDO
- G. FIDC SOCIOAMBIENTAL (ESG), RAZÕES PARA NÃO REGULAR O TEMA NA MINUTA

PARTE 2 – SUGESTÕES DE AJUSTES E APERFEIÇOAMENTOS REDACIONAIS

Corpo Principal da Resolução (Minuta)

Anexo Normativo I (FIF)

PARTE 3 – “SUGESTÕES OUSADAS”

- A) SIMPLIFICAÇÃO GERAL
- B) INCENTIVO A UM PADRÃO DE REGULAMENTO SIMPLIFICADO OU LIMITAÇÃO DE TAMANHO PARA OS REGULAMENTOS, ESPECIALMENTE NOS FIF OU FUNDOS PARA PÚBLICO EM GERAL (vide artigo Anexo A)
- C) CRIAÇÃO DO FUNDO DE INVESTIMENTO FINANCEIRO “APG”, ARRISCANDO A PELE DO GESTOR, SE VAMOS FALAR DE ROTULAGEM. (vide artigo Anexo B)
- D) EXTINÇÃO DO CONCEITO DE FUNDO DE INVESTIMENTO EM COTAS OU CLASSE DE INVESTIMENTO EM COTAS

PARTE 1 – GRANDES TEMAS

A. SOLIDARIEDADE

Desde o surgimento da previsão de solidariedade entre prestadores de serviços de fundos de investimento, imposta pela CVM por meio da obrigação de uma cláusula contratual nesse sentido, temos nos manifestado pela ilegalidade dessa disposição normativa.

Dado que o contrato representa a livre manifestação de vontade entre as partes e que a solidariedade só decorre de lei ou contrato, tal obrigação de previsão contratual não pode e não deveria ter sido imposta pela regulação infralegal.

Com a edição da Lei 13.874/2019 ao menos a temática passou a ganhar uma precisão legal, tendo sido o Código Civil (Lei 10.406) alterado no seguinte sentido:

*“Art. 1.368-D. **O regulamento do fundo de investimento poderá, observado o disposto na regulamentação a que se refere o § 2º do art. 1.368-C desta Lei, estabelecer:***

(...)

*II - a limitação da responsabilidade, bem como parâmetros de sua aferição, dos prestadores de serviços do fundo de investimento, perante o condomínio e entre si, ao cumprimento dos deveres particulares de cada um, **sem solidariedade;** e”*

Ocorre que, ainda que o referido dispositivo remeta no *caput* ao respeito à regulamentação da matéria pela CVM, a Lei não deu à CVM a prerrogativa de impor ou não a solidariedade, conforme casos ou situações concretas e características dos fundos de investimento.

Pelo contrário, a capacidade de normatizar a questão está intimamente ligada à limitação e não ampliação da responsabilidade dos prestadores de serviços, sendo que no momento em que o tema passa a abranger a “solidariedade” o dispositivo legal é taxativo ao indicar: “sem solidariedade”.

Ou seja, resta claro que o legislador pretendia coibir os excessos anteriormente praticados e deixar claro que ainda que se regule as responsabilidades dos prestadores de serviços, em qualquer hipótese, não se deve abranger mais a questão da solidariedade.

Nesse contexto, eventual solidariedade prevista em regulamento deve, quando muito, ser eventualmente um diferencial, pactuado livremente pelas partes prestadoras de serviços.

Em relação às hipóteses que se pretendeu manter (tesouraria e controladoria de ativos, por exemplo), não é demais lembrar que essas atividades são privativas de instituições financeiras. Logo, são empresas cujo funcionamento dependem de autorização específica de reguladores estatais, notadamente o Banco Central, que em seu processo de monitoramento validam a estrutura e até o controle de tais instituições, não havendo dúvida de que existe suporte para o cumprimento de eventuais obrigações e adequada prestação dos serviços.

Sob outro ponto de vista, não parece isonômico que o investidor, que muitas vezes submete seus recursos à manutenção em contas correntes sem que haja proteção adicional, precise da proteção de uma segunda entidade quando, reunido em condomínio, deixar seus recursos em uma conta junto ao tesoureiro do fundo de investimento.

Outrossim, a atividade de custódia, ao nosso ver até mais sensível e suscetível a fraudes, não está na lista de serviços que contariam com solidariedade, pelo simples fato de que também são prestados por instituições financeiras.

Ademais, com o avanço dos mercados, investimentos no exterior e até a presença de classes e subclasses, um outro ponto que inevitavelmente irá surgir é como se define exatamente quem é o tesoureiro do fundo de investimento e se esse serviço é único ou pode ser prestado por mais de uma instituição. Especialmente pensando em contas abertas em nome do fundo de investimento no exterior, pensar em solidariedade, a qual possui caráter bilateral, é algo pouco provável ou possível.

Enfim, a solidariedade, no final, tende a resultar tão somente em um aumento de custo para a indústria e mais um fator de incentivo aos grandes conglomerados que, por serem capazes de prestar todos os serviços por meio de empresas do mesmo grupo, acabam já sendo “solidários” automaticamente e, portanto, não sofreriam com a imposição dessa condição.

B. DENOMINAÇÃO “RESPONSABILIDADE ILIMITADA” E “TERMO DE CIÊNCIA DE ASSUNÇÃO DE RESPONSABILIDADE ILIMITADA”

Somos contrários a essa exigência, na linha de que o excesso de informação pode causar “desinformação”. Já existem hoje muitas questões a serem inseridas na denominação do fundo de investimento. Na prática, tal imposição acaba resultando no uso de abreviações pouco elucidativas nos materiais publicitários ou na dificuldade de entendimento dessas terminologias.

Ademais, até hoje os investidores e cotistas brasileiros conviveram com a responsabilidade ilimitada, não havendo um histórico relevante de debates a respeito do tema, ainda que seja salutar a possibilidade aberta pela Lei de Liberdade Econômica dos regulamentos tratem de forma diversa.

Como apontado mais adiante na Parte 3, talvez os regulamentos é que estejam grandes demais. Somos da opinião de que se eles forem mais simples, diretos e acessíveis, com foco em transmitir ao investidor as informações variáveis de cada fundo de investimento, e não repetir o texto da Resolução - que possui caráter mandatário – estará plenamente visível ao investidor a indicação da “responsabilidade ilimitada” e, por consequência, a possibilidade de patrimônio negativo e chamadas para aportes.

Assim, ao nosso ver, se deve simplificar tanto a denominação dos fundos, como a existência de documentos adicionais, no caso um “Termo de Ciência de Assunção de Responsabilidade Ilimitada”, e focar na obrigatoriedade dessa informação – COM DESTAQUE – nos fatores de riscos presentes no regulamento do fundo de investimento e demais materiais que já apresentam os riscos relacionados ao fundo de investimento como tema obrigatório.

Lembramos que nossas sugestões são sempre muito focadas no lema de que “menos é mais”, o que parece também alinhado com as iniciativas mais recentes da CVM de simplificação e desburocratização das atividades reguladas.

C. INVESTIMENTO NO EXTERIOR E PÚBLICO EM GERAL

Ao nosso ver, de modo a dar igualdade de condições a todos os perfis de investidor, sem que isso represente um risco adicional ou um aumento relevante de custos e limitações de liquidez, como, por exemplo, o uso de BDR ou veículos regulados no exterior em fundos de investimento destinados ao público em geral, sugerimos que haja a ampliação da exceção de que trata o Artigo 43, parágrafo segundo, do Anexo I, da Minuta para

contemplar o investimento direto em ações negociadas em bolsa de valores em mercados regulamentados.

Caso a CVM entenda relevante, pode inclusive limitar tais mercados a uma lista taxativa de bolsas autorizadas, se valendo de um ou mais critérios objetivos, que podem já estar na norma ou serem posteriormente debatidos e divulgados ao mercado.

A título de exemplo, poderiam ser indicadas as cinco ou dez bolsas nas quais se concentram os maiores volumes de aplicações em ações realizadas diretamente pelos fundos destinados ao público em geral, com uso da faculdade de alocar até 20% (vinte por cento) do seu PL em ativos no exterior.

Poderiam, alternativamente, ser as maiores bolsas em termos de volume, conforme uma listagem internacional da IOSCO ou outra instituição ou algum outro ranking ou critério internacional que possa gerar confiabilidade sobre a solidez e segurança de tais mercados.

Vale notar que no Artigo 56 do mesmo Anexo a CVM já cita na Minuta nominalmente o Sistema Euroclear ou Clearstream Banking S.A., logo, não parece haver empecilho para que cite determinados mercados para a aplicação de ações à vista no caso do Artigo 43, parágrafo segundo, do Anexo I, da Minuta, o qual poderia se referir à NASDAQ, NYSE e outras grandes bolsas, com o objetivo de tornar a gestão desses fundos mais competitiva e eficiente, promovendo também mais segurança ao público alvo de investidores que mais precisa desse apoio e da orientação do regulador.

D. EXPOSIÇÃO A RISCO DE CAPITAL

Entendemos a preocupação da CVM em buscar seguir orientações internacionais na direção de melhor limitar o risco de alavancagem dos fundos de investimento regulados e concordamos que as margens de garantia tendem a ser um parâmetro adequado.

Nesse sentido, gostaríamos de salientar que com a criação do conceito de “exposição a risco de capital” seria salutar retirar da Minuta e demais normativos, formulários e documentos da CVM qualquer menção ao termo “alavancagem” dada as contradições e debates que envolvem sua tentativa de definição.

Ademais, sugerimos que os artigos que tratam do tema, conforme o público alvo, não tenham neles contidos percentuais fixos e sim determinem a competência para que a SIN, de tempos em tempos ou com base em um estudo mais objetivo e histórico definam esses percentuais.

Vale lembrar, inclusive, que o fim da responsabilidade ilimitada dos cotistas/investidores por obrigações assumidas pelos fundos de investimentos pode, em tese, gerar mudanças significativas nos padrões de cobertura ou margem de garantia exigidos nos mercados organizados.

Por fim, acreditamos que deve haver uma regra transitória e clara para que os fundos hoje destinados ao público em geral que aplicam sem limitação no mercado de derivativos possam se adequar a essa norma. No mesmo sentido, sugerimos que tais fundos tenham a prerrogativa de alterar o seu público alvo para “investidores qualificados” com a possibilidade de permanência nestes fundos, sem novas aplicações, dos investidores em geral que já concordaram com o risco desses produtos.

E. CLASSES E SUBCLASSES VERSUS ESTRUTURAS MASTER-FEEDER

Entendemos a iniciativa da CVM de, com a adoção dessas possibilidades, buscar aproximar a indústria brasileira de padrões e formas utilizadas em âmbito internacional.

Por outro lado, temos certo ceticismo quanto ao alcance do objetivo de redução potencial de custo para o investidor e simplificação das estruturas, nos parecendo desafiadora a adoção dessas possibilidades sem dificultar ainda mais o entendimento dos produtos pelo investidor comum.

Ao que parece, a CVM vislumbra a possibilidade de estruturação de fundos de investimento com a utilização de diferentes classes e subclasses, bem como a manutenção de estruturas que o mercado hoje pratica para se aproximar desse modelo: os fundos de investimento “MASTER”, nos quais é efetivamente realizada a gestão, e os fundos de acesso “FEEDERS”, nos quais são captados os clientes.

É fato que o mercado já se acostumou com tais estruturas e eventual migração dos FEEDERS para subclasses do MASTER teria seus desafios práticos e operacionais, mas esse sim seria um movimento fiel à intenção de aproximar nosso mercado das práticas internacionais, bem como obter uma relevante simplificação.

A crítica que fazemos às estruturas de FEEDERS e MASTER, embora reconhecidamente muito eficientes para os *players* do mercado, dentre os quais muitos da nossa base de clientes, refere-se à impossibilidade de torna-las imunes a três problemas estruturais:

- i) o primeiro deles é relativo à governança, dado o relevante distanciamento dos cotistas, que deveriam ser soberanos nos fundos de investimento através do seu poder de voto em assembleia, das estruturas nas quais efetivamente estão sendo geridos os ativos e nas quais eles não votam diretamente e sim os gestores dos fundos investidores (FEEDERS); e
- ii) o segundo é de natureza informacional, dada a odisséia para, através da abertura dos dados públicos da carteira dos fundos de investimento visualizar, de fato, a carteira de ativos finais, prejudicando sobremaneira o investidor comum de se valer, na prática, de um dos principais atributos e diferenciais do mercado nacional, que seria a suposta transparência mais ampla dos ativos componentes;

- iii) por último, existe a dificuldade no tocante ao entendimento das taxas efetivamente praticadas, dado que mesmo o louvável conceito de taxa máxima, sofre distorções em razão de exceções como tipo de público alvo ou diferentes gestores na estrutura, de maneira que o investidor acaba não capturando de forma simples e direta o custo final dessas estruturas.

F. PATRIMÔNIOS SEGREGADOS POR CLASSE VERSUS CNPJ ÚNICO DO FUNDO

O fato do CNPJ ser único para cada fundo de investimento, independente de classes e subclasses, pode gerar transtornos, na prática, como bloqueios judiciais de parcelas indevidas do patrimônio. Logo, nossa sugestão é que haja uma interação entre CVM, Receita Federal, Banco Central e mercado, até mesmo debatendo sobre a possibilidade do uso das terminações aplicáveis normalmente a estabelecimento sede e filiais em um CNPJ, tal como XX.XXX.XXX/0001-YY e XX.XXX.XXX/0002-YY para uma diferenciação mais rápida das classes e, conseqüentemente de patrimônios segregados, visando mitigar, no final, o risco dos investidores.

G. FIDC SOCIOAMBIENTAL (ESG), RAZÕES PARA NÃO REGULAR O TEMA NA MINUTA

Embora à primeira vista possa parecer um posicionamento equivocados, somos da opinião de que a Resolução não deveria tratar da rotulagem de fundos de investimento de nenhuma categoria como ESG.

Uma norma que se pretende perene não devia se deixar levar por modismos, tendências, ações de marketing ou temáticas de momento. Essa rotulagem pode vir da autorregulação ou até de entidades certificadoras externas, mas o envolvimento da CVM nessa questão sem o estabelecimento de um padrão mais objetivo pode dar margem à desvirtuação do papel da CVM, o que pode resultar em um desserviço ao investidor final.

Dado que no melhor cenário a Resolução irá se perpetuar por 20, 30 ou 40 anos, consolidando-se como o marco balizador da indústria de fundos, somos da opinião de que questões mais pontuais deveriam ficar de fora da norma geral.

Em um contexto mais amplo, cabe avaliar o quanto os projetos e energia gasta com rotulagens “ESG” ou “ASG” distanciam o mercado do que deveria ser inerente a tais conceitos: a busca pela simplicidade e objetividade, como forma de tratar bem os nossos semelhantes e a natureza.

Será que não estamos gerando impacto ambiental ao criar tantos controles, relatórios, áreas, profissionais especializados nessa temática, quando na verdade o que se pretende com o ESG deveria ser algo intrínseco às empresas e sua alta liderança, caminhando de dentro para fora e não de fora para dentro?

Já vimos filmes similares em situações como as de “boas práticas de governança” que não impediram empresas de capital aberto que tinham todos os selos, adesão ao Novo Mercado, e ditas boas práticas serem reduzidas a pó, muitas do grupo X, Y ou Z, que eram vistos como exemplo nessas áreas e mais tarde se mostraram envolvidas em práticas que iam no sentido diametralmente oposto ao da boa governança.

Será que tudo isso não acaba sendo uma grande cortina de fumaça que afasta o investidor da análise central a respeito dos produtos, atraído por uma sigla que não sabemos bem o que irá significar, tanto hoje como daqui há 5, 10 ou 15 anos - ainda que seja fato a necessidade de maior preocupação com impactos ambientais ou um olhar mais atento ao social - tempo mínimo que se pretende a Minuta venha a viger e regular o setor?

Será que não acabamos beneficiando negócios intermediários como certificadoras, cursos, consultorias, os ditos ‘especialistas’, e criando gastos excessivos para que se pareçam antenados ao tema, quando o foco do fundo de investimento e do gestor de sua carteira não deveria ser a preservação e rentabilidade do capital investido, independente do setor do emissor do ativo, cedente ou titular do crédito? Ainda que tais terminologias possam ajudar no processo de captação do investidor, é justo que gestores com o foco no resultado tenham de concorrer com os que melhor se adequam aos modismos e fazem barulho na ponta da distribuição?

Somos absolutamente a favor de práticas socialmente responsáveis e da preservação do meio ambiente, bem como acreditamos que esses fatores podem estar nas métricas de decisão de investimentos dos gestores, mas temos o sentimento sincero de que tais boas práticas devem ser percebidas em pequenos atos do dia a dia ou mesmo na cultura como um todo das empresas e dos prestadores de serviços, no caso de fundos de investimento, e não alardeados como instrumento de marketing em um suposto diferencial competitivo de um produto.

ESG, boas práticas de governança e até mesmo controles internos e Compliance, ao nosso ver, não cabem em listas ou checklists de condutas adequadas ou aderentes. Podem até partir disso, mas precisam ser entendidas como algo com valor intrínseco, completamente arraigado no modo de agir das pessoas no comando, sob pena de, na primeira incerteza, se abrir mão ou simplesmente mudar os critérios presentes nos *checklists* que permitem a rotulagem.

OUTROS TEMAS

Na análise da Minuta verificamos que existem pontos que ainda merecem debates e aperfeiçoamentos, mas já foram amplamente debatidos por instituições e entidades que tiveram a possibilidade de divulgação anterior de seus comentários, assim, visando simplificar o trabalho da CVM e dos leitores, não vamos nos posicionar sobre alguns pontos já amplamente debatidos, assim como sobre o Anexo II da Minuta, que trata de FIDC.

PARTE 2 – SUGESTÕES DE AJUSTES E APERFEIÇOAMENTOS REDACIONAIS

Parte 2 – Corpo Principal da Resolução (Minuta)

a) Artigo 2º, inciso I

Definir como “administrador fiduciário” e não como “administrador (do fundo)” e usar a expressão completa “administrador fiduciário” em todas as passagens da norma que a ele se refiram, em linha com o conceito definido pela Instrução CVM nº 558.

b) Artigo 2º, inciso IV

Trocar “anexo” para “apêndice” quando se referir ao complemento do regulamento destinado a uma classe, de modo a não confundir com os Anexos da Resolução. Propomos ainda a seguinte exclusão na definição, dado que o trecho final não agrega nada relevante e pode deixar dúvidas a que conteúdo se refere:

“apêndice (descritivo de classes) partes do regulamento do fundo essenciais à constituição de classes de cotas, que regem o funcionamento das classes de modo complementar ao disciplinado pelo regulamento, ~~contendo, no mínimo, as disposições obrigatórias previstas nesta Resolução~~”

Ajustar outras referências ao anexo (descritivo de classes) na Minuta para “apêndice”.

c) Artigo 2º, inciso XVIII

Deixar espaço para que a representação na contratação do distribuidor possa vir a se dar tanto pelo administrador fiduciário como pelo gestor, assim como deixar claro que em qualquer das hipóteses o contratante do serviço é o próprio fundo de investimento, ainda que por eles representados, de forma a evitar o risco de entendimentos equivocados quanto ao tomador do serviço e riscos ou custos tributários desnecessários. Nesse sentido, a sugestão de texto seria:

“XVIII – distribuidor: intermediário contratado pelo **fundo, representado pelo seu gestor da carteira ou administrador fiduciário**, para realizar a distribuição de cotas;”

d) Artigo 2º, inciso XIX

Corrigir de modo a ficar claro que a taxa de administração não se limita, em alguns casos, a remunerar os prestadores de serviços essenciais. Ela pode, por exemplo, ser em parte paga pelo fundo direto a um distribuidor. Assim, o texto ajustado seria:

XIX – encargos do fundo: despesas específicas que podem ser debitadas diretamente do fundo ou da classe de cotas e não estão incluídas nas taxas destinadas aos prestadores de serviços **de administração** ~~essenciais~~;

e) Artigo 2º, inciso XIX

Sugerimos aperfeiçoar a definição de “exposição a risco de capital”. A própria Minuta impõe, por exemplo, limites de exposição em 10% do PL para determinado público alvo. Logo, falar em “risco de seu patrimônio líquido ficar negativo” não parece o mais apropriado na definição. Talvez remeter a realização de operações em que possam haver perdas superiores ao principal investido.

Ademais, dado que se criou esse conceito, retirar toda e qualquer alusão na minuta à expressão “alavancagem”, procurando valer-se na redação deste novo conceito de “exposição a risco de capital”.

f) Artigo 2º, inciso XXII

Trocar para “fundo de investimento” e utilizar essa expressão ao longo de toda a Minuta.

g) Artigo 2º, inciso XXXVII

Somos da opinião que a norma não deveria apresentar disposições específicas para os fundos exclusivos ou cotistas com vínculo familiar, dado que o universo de cidadãos atendidos com essas disposições especiais é muito reduzido frente ao relevante papel que a CVM tem para com a sociedade como um todo.

h) Artigo 2º, inciso XXIV

Retirar a parte final da definição, que não é relevante e falha ao não especificar que a categoria do registro seria o de “gestor de carteira”:

~~“XXIV – gestão (da carteira): gestão profissional, conforme estabelecido em regulamentação específica por categoria de fundo e no seu regulamento, dos ativos integrantes da carteira, desempenhada por pessoa natural ou jurídica registrada na CVM como prestador de serviço de administração de carteiras de valores mobiliários;”~~

i) Artigo 2º, inciso XXV

Não usar a terminologia gestor (do fundo), dado que um mesmo fundo de investimento pode ter classes com diferentes gestores, bem como deixar mais clara a categoria da habilitação:

“XXV – gestor **da carteira**: pessoa natural ou jurídica autorizada pela CVM para o exercício profissional de administração de carteiras de valores mobiliários, **na categoria gestor de carteira**, cuja atribuição é realizar a gestão profissional da carteira de ativos;”

j) Artigo 2º, inciso XXVIII

Ajustar a redação para padronizar com outras sugestões de definição dos termos:

“XXVIII – prestadores de serviços essenciais: administrador fiduciário do fundo de investimento e o gestor da carteira;”

k) Artigo 2º, inciso XXIX

Ajustar, na medida em que o regulamento é aprovado na constituição, mas não é o ato de constituição em si:

“XXIX – regulamento: é o documento de [regência](#) do fundo de investimento que contém, no mínimo, as disposições obrigatórias previstas nesta Resolução;”

l) Artigo 2º, inciso XXX, XXXII e XXXIV

Adequar o texto para o descrito a seguir, sendo que não entendemos como necessária a divisão entre taxa de administração e taxa de gestão, assim como eliminaríamos a “taxa total dos serviços”, bem como a imposição de que seja somente um percentual sobre o patrimônio, em especial pelo fato de que, como norma geral, estarão aqui abarcados fundos de investimentos nos quais é muito mais comum o uso de taxas fixas ou mínimas:

XXX – taxa de administração: taxa debitada da classe de cotas para remunerar [os prestadores de serviços essenciais e demais prestadores dos serviços de administração contratados pelo fundo de investimento](#);

m) Artigo 2º, inciso XXXVII

Idem alínea “g”, acima.

n) Artigo 2º - outros

Sugerimos a inclusão da definição de “categoria” e “SIN”, termos já usados ao longo da Minuta e para os quais pode ser pertinente uma definição objetiva, em especial para o leitor comum.

o) Artigo 4º, § 4º

Tendo em vista que a definição não é mais por fundo de investimento “condomínio fechado” e “condomínio aberto” e sim “classe aberta” e “classe fechada”, destacamos o necessário alinhamento com as autoridades fiscais, de modo que a norma da CVM e da Receita Federal adotem conceitos semelhantes.

Ainda que esse não seja o objeto da audiência, seria muito danoso ao mercado um fundo de investimento que hoje possui o tratamento tributário de condomínio fechado, por vir a se adaptar optando por um regime híbrido, acabe por ter as classes fechadas tributadas com o come-cotas, por exemplo.

Talvez seja oportuna uma mobilização maior da CVM e mercado buscando o fim do come-cotas para todos os fundos de investimento e classes, na medida em que essa metodologia traz uma falta de isonomia relevante para a indústria de fundos em comparação com outras modalidades de investimentos potencialmente concorrentes e que não contam com a mesma segurança e benefícios para o investidor final.

p) Artigo 8º e 9º

Sugerimos a exclusão dada a relevante variedade de situações práticas que podem acarretar o referido atraso, muitas vezes situações de ciência da CVM e para as quais não há solução de curto prazo.

A título de exemplo, se a própria CVM acabou de cancelar a autorização de um administrador fiduciário e transferiu, compulsoriamente, a administração de determinados fundos de investimento que possuem informações periódicas pendentes para um renomado administrador fiduciário, estará esse impedido de constituir novos fundos de investimento?

A leitura do artigo 8º da forma proposta, se conjugada com os princípios da administração pública que não permitem ao servidor adotar qualquer medida diversa daquela expressamente prevista em norma, ainda que o a situação fática e o bom senso possam levar a decisão diversa, permite a conclusão que não restaria outra alternativa que não vedar tais constituições, salvo, no caso concreto, de uma autorização especial do Colegiado da CVM, órgão responsável pela edição do normativo que estaria sendo infringido.

Por essa e outras situações não nos parece que a solução adequada para avaliar e eventualmente suspender a possibilidade de registro de novos fundos seja a inclusão do dispositivo de que trata o artigo 8º na Resolução que trata dos fundos de investimento. Tal questão pode e deve ser tratada em outras instâncias.

Ainda que o próprio artigo 9º já tenha a contemporização necessária para enfrentar esses casos, acreditamos que a manutenção desses dois artigos na norma geral de fundos de investimento traz a dificuldade do investidor ou leitor comum de compreender de forma simples e fluída a regulação.

q) Artigo 11

Dispõe a respeito de matéria já regulada em outros dispositivos, mais especificamente no Artigo 9, § 4º, sendo que naquele a SIN possui uma faculdade e aqui uma obrigação.

r) Artigo 12

À vista do avanço tecnológico, a ampla adoção da comunicação eletrônica e o objetivo de criação de uma norma perene, sugerimos reescrever esse artigo padronizando no menor número de termos possíveis a obrigação de divulgar ou comunicar e, ainda, procurando simplificar sua redação e referência aos dispositivos com os quais ele se comunica.

Sugerimos também refletir se ainda é oportuna a manutenção do § 2º, dada a popularização dos meios eletrônicos.

s) Artigo 14

Sugerimos aperfeiçoar a redação dadas as redundâncias nos § 1º e § 3º ou mesmo entre o caput e os parágrafos. Uma proposta viável seria:

“Art. 14. As cotas do fundo de investimento são escriturais, nominativas, e conferem direitos e obrigações aos cotistas, conforme previstos no regulamento.

§ 1º Caso o fundo de investimento conte com classe única de cotas, o valor da cota do dia resulta da divisão do valor do patrimônio líquido pelo número de cotas do fundo.

§ 2º Caso o fundo de investimento conte com diferentes classes de cotas, as cotas correspondem a frações do patrimônio de sua respectiva classe, pelo que o valor da cota do dia de cada classe resulta da divisão do valor do patrimônio líquido da respectiva classe pelo número de cotas da mesma classe.”

t) Artigo 20 § 3º e 4º

Sugerimos excluir, dado que essa previsão sem uma clara indicação ou referência cruzada com o artigo 30 da ICVM 558 (ou outro que venha a substituí-lo na conversão para Resolução, motivo pelo qual também não faz sentido incluir tal referência) confunde mais que explica o leitor comum, de modo que é melhor que, em havendo dúvida, as hipóteses de exceção lhe sejam apresentadas do que deixar uma previsão que pode apenas suscitar dúvidas de como seria essa distribuição “sui generis” sem especificamente explicá-la. Vale lembrar que a própria Minuta traz outras hipóteses de exceção como a de um fundo de investimento investindo em outro.

O rito operacional de que trata o § 4º poderia ser definido em contrato ou instrumento próprio, sendo que o texto proposto abre espaço para uma série de dúvidas operacionais.

u) Artigo 21 Parágrafo Único

Sugerimos alteração na parte final, dado que acreditamos que não deve ser essa uma condicionante e sim um trâmite natural e no limite do aplicável, em decorrência das funções ordinárias do administrador fiduciário, distribuidores (quando aplicável) e também gestor da carteira (em determinados casos), tanto do fundo investidor como do fundo investido, em linha com a Instrução CVM 617 e alinhamentos posteriores que sucederam sua publicação, em especial os debates sobre quem tem relacionamento direto e o papel de cada um em relação ao tema. Da forma como está disposto pode gerar uma indevida “caça às bruxas” em que o administrador fiduciário do fundo que recebe a aplicação acaba buscando, indevidamente, a total identificação dos cotistas do fundo investidor e, no limite, a imposição de cadastro a esses, como forma de cumprir a disposição sobre PLDFT.

Em suma, tal temática já está exaustivamente regulada em norma específica e somos do entendimento que pelo relacionamento direto com os investidores são os prestadores de serviços do fundo investidor que devem se ater às questões de PLDFT, mesmo quando da alocação de tais fundos na ponta ativa em outros fundos, pelo que sugerimos o seguinte ajuste:

~~“Parágrafo único. É dispensada a intermediação de instituição integrante do sistema de distribuição de valores mobiliários na aquisição de cotas de fundos e classes abertos por parte, exclusivamente, de outros fundos de investimento, desde que o administrador do fundo investido fique responsável pelas atividades de prevenção à lavagem de dinheiro e ao financiamento do terrorismo — PLDFT.”~~

v) Artigo 22

Dado que a Minuta dá ampla liberdade para tanto o administrador fiduciário como o gestor da carteira virem a contratar distribuidores, é de se esperar que esse dispositivo seja adaptado de modo que haja uma previsão de que a decisão de suspensão de novas aplicações possa advir de um movimento não só do administrador fiduciário, mas também do gestor da carteira.

x) Artigo 24

O texto atual não contempla a possibilidade já tratada em algumas categorias de fundos de investimento de uma espécie de capital autorizado cujas características finais e deliberação de uma emissão levam em conta previsões em regulamento e, portanto, não passariam por assembleia geral de cotistas.

y) Artigo 27

Talvez o mais indicado seja referência apenas ao distribuidor ou o administrador fiduciário ou o distribuidor (conforme o caso), para não ficar uma obrigação dividida ou duplicada e, no caso de falha, dificulte a identificação do responsável. O fluxo tradicional deveria ser o cotista receber do distribuidor, salvo nos casos em que essa figura estiver dispensada. Já há obrigação do administrador manter os distribuidores com versões atualizadas do regulamento.

w) Artigo 28

No contexto geral de simplificação dos processos e key disclosure comentado com maior profundidade no Ponto 3, adiante, assim como de busca de maior isonomia na aplicação de fundos de investimento com outros produtos, chamamos a reflexão sobre eventual eliminação do “termo de adesão e ciência de risco”, pelo que a concordância ao regulamento e seus fatores de risco seria algo já natural e automático quando o cotista opta pela aplicação no produto, passando o texto do artigo 28 a ser:

“Art. 28. O Cotista ao aplicar em um fundo de investimento automaticamente concorda com o inteiro teor do regulamento que lhe fora disponibilizado e os fatores de risco relativos à classe de cotas na qual realiza a aplicação, ciente de que não há qualquer garantia contra eventuais perdas patrimoniais que possam

ser incorridas pela classe de cotas e de que a concessão de registro para a distribuição de cotas não implica, por parte da CVM, garantia de veracidade das informações prestadas ou de adequação do regulamento do fundo à legislação vigente ou julgamento sobre a qualidade do fundo ou de seu administrador fiduciário, gestor da carteira e demais prestadores de serviços.

z) Artigo 29

Avaliar se não faria mais sentido essa disposição estar tratada nas normas referentes à distribuição e oferta de valores mobiliários, tendo aqui apenas a disposição de que tais regimentos devem ser atendidos, quando muito. Ademais, temos dúvidas se seria mesmo sempre o administrador fiduciário o detentor dessa informação, dado que muitas vezes há um intermediário líder diverso ou mesmo distribuição por conta e ordem.

De igual modo, as disposições dos artigos 30, 31 e 32 talvez se encaixassem melhor nos normativos ligados à distribuição e oferta de valores mobiliários, valendo notar, por exemplo, que o disposto no item 32 já, certamente, está contemplado nos normativos vigentes e que virão a ser publicados em breve a respeito do tema.

aa) Artigo 33 a 35

É inevitável nesses casos um envolvimento maior do administrador fiduciário e do controlador de passivo, ainda que a decisão de contratação e o “custo” do distribuidor sejam do gestor da carteira.

Sugerimos uma ampla análise desses dispositivos e adaptação à realidade fática. Não faz sentido o registro suplementar ser alinhado entre gestor da carteira e distribuidor por conta e ordem, quando é o escriturador de passivo ou o administrador fiduciário, se tal função não foi delegada, que mantém o livro de registro dos cotistas.

Além disso, algumas obrigações dos artigos seguintes que envolvem o administrador fiduciário e o escriturador não se coadunam com uma contratação ocorrida à revelia desses.

ab) Artigo 36 § único

Sugerimos a exclusão desse dispositivo. Dado o avanço tecnológico e a facilidade com que os sistemas podem receber as convocações e replicar na mesma data para os cotistas. Ademais, acreditamos que os benefícios operacionais desse envio anterior não superam os riscos do uso de informação privilegiada por aqueles que tiverem acesso anterior ao teor das convocações.

ac) Artigo 39

Além da necessidade de aperfeiçoamento da redação, pois parece ter sido escrito pensando no interesse e receios de uma determinada parcela do mercado, não há ali elementos suficientes para o correto entendimento de quem seriam as

responsabilidades após uma eventual rescisão, em especial aquelas perante o investidor, como envio de extrato, informe de rendimentos e outras questões.

ad) Artigo 40, inciso V

Propomos o aperfeiçoamento da redação, dada a mudança geral das responsabilidades perante o cotista, com eventual revisão do papel do administrador fiduciário, passando tal dispositivo a contar com o seguinte texto:

V – salvo na hipótese de iliquidez excepcional de que trata o art. 42, é devida ao cotista uma multa de 0,5% (meio por cento) do valor de resgate, a ser paga pelo [prestador de serviço de administração que tiver dado causa ou cooperado com o inadimplemento](#), por dia de atraso no pagamento do resgate de cotas.

ae) Artigo 42

Avaliar se tal fechamento para resgate não deveria também ser realizado pelo administrador fiduciário a pedido do gestor da carteira.

af) Artigo 44 incisos XXI e XXII

Sugerimos que tais dispositivos sejam melhor esclarecidos ou eliminados.

ag) Artigo 47 inciso III

Sugerimos excluir o trecho final:

“III – envolver redução das taxas devidas aos prestadores de serviços [de administração essenciais](#).”

ah) Artigo 51 inciso IV

Se mantida a divisão do conceito de Taxa de Administração, incluir “Taxa de Gestão”.

ai) Artigo 76 § 1º

Sugerimos incluir os seguintes trechos, de modo que os prestadores de serviços essenciais respondam por suas escolhas, conforme a autonomia e mandato que lhes tenham sido concedidos pelos cotistas:

§ 1º A contratação de terceiros, [em nome do fundo](#), por prestador de serviço essencial deve contar com prévia e criteriosa análise e seleção do contratado, devendo o prestador de serviços essencial, ainda, figurar no contrato como interveniente anuente, [salvo se a escolha do referido prestador decorrer de assembleia geral dos cotistas ou esse já estiver identificado e qualificado no regulamento, hipótese em que sua substituição será matéria de deliberação pela assembleia geral.](#)”

aj) Artigo 76 § 2º

Sugerimos a completa exclusão, conforme já defendido na Parte 1 do presente documento.

ak) Artigo 79 caput

Incluir a atividade de distribuição que, ao nosso ver, poderia ser contratada tanto pelo administrador fiduciário como pelo gestor da carteira, salvo se na própria constituição do fundo de investimento ou conforme acordo entre eles tal função estiver limitada a apenas um deles.

al) Artigo 79 § 6º

Sugerimos a completa exclusão, conforme já defendido na Parte 1 do presente documento.

am) Artigo 80 § 5º

Sugerimos excluir a previsão de solidariedade, pelos motivos já expostos na Parte 1, e de destaque no termo de adesão das razões da cogestão, as quais já estarão claras no próprio regulamento, conforme a divisão das atribuições.

an) Artigo 85 § 2º, inciso II

A existência dessa exceção acaba por trazer ao conceito de “Taxa Máxima” uma desinformação ao investidor. Uma regra originalmente criada para passar transparência sobre o custo total do fundo de investimento somado aos fundos investidos, acaba ratificando e sedimentando a falsa impressão de que o custo total é o de uma Taxa Máxima que não computa os gastos indiretos com taxas de outros produtos investidos, ainda que direcionados a partes não relacionadas ao gestor da carteira. Ao nosso ver o parágrafo segundo deveria ser eliminado ou o tema tratado de outra maneira.

ao) Artigo 88 § único

A redação não deixou clara em que situações o “serviço de atendimento ao cotista” pode ser desempenhado pelo distribuidor ou pelo gestor da carteira e não pelo administrador fiduciário, embora pareça ter sido esse o objetivo da atual redação.

ap) Artigo 96

A disposição desse artigo na Minuta contraria a Instrução CVM 539, na qual resta expresso que todos os fundos de investimento devem ser vistos como “investidores profissionais” pelo que merece ser excluída.

Se faz necessário esclarecer também se na adaptação à norma poderá haver alteração de público alvo dos fundos de investimento já existentes e qual tratamento deve ser dado aos cotistas desenquadrados, sendo razoável que tenham um prazo para resgatar ou possam permanecer sem novas aplicações.

Também seria oportuno a CVM confirmar o entendimento que em caso de deliberação pela assembleia de cotistas de uma mudança de público alvo de um fundo de investimento qual seria o procedimento mais adequado com os cotistas desenquadrados, o resgate compulsório e total desses cotistas ou a permanência sem novas aplicações.

aq) Artigo 109

Ao nosso ver o prazo de 30 (trinta) dias pode não se coadunar com determinadas categorias de fundos de investimento e carteiras de ativos. Logo, o ideal seria que a própria assembleia de cotistas estipulasse na aprovação do plano de liquidação o prazo para sua execução ou, no limite, que essa previsão de 30 (trinta) dias conste somente no caso dos FIF.

ar) Artigo 114

Discordamos desse dispositivo da forma como foi colocado, sendo que o mesmo pode acabar por enfraquecer os centros de imputação de pena criados pela própria CVM. A própria Lei 6.385 já admite que qualquer infrator possa a vir a ser responsabilizado pelas condutas indevidas que praticar no mercado de valores mobiliários. Não obstante, a previsão desse artigo pode trazer um grau de incertezas e insegurança jurídica e complicador quando da instrução de processos sancionadores pela CVM que não nos parecem convenientes, pelo que sugerimos sua completa exclusão.

as) Artigos 116 a 120

O capítulo no qual constam tais dispositivos não parece o mais adequado dado o seu conteúdo.

Parte 2 – Anexo Normativo I (FIF)

a) Título: “ANEXO NORMATIVO I – FUNDOS DE INVESTIMENTO FINANCEIRO” e Artigo 1º

“Fundo de Investimentos”, “fundo” ou “Fundo de Investimento”? “Fundos de Investimento Financeiros” ou “Fundos de Investimento Financeiro”? E o uso do termo “FIF”.

É fato que há muito não existe um rigor na padronização da referência ao termo “investimento” no singular ou “investimentos” no plural, quando se trata de fundo ou fundos de investimento.

A Instrução CVM 555, de modo geral, optou pelo uso de “fundo de investimento”, assim como o título do Capítulo X do Código Civil. É bem verdade que o próprio Código Civil no § 3º, Art. 1.368-C volta a impor dúvida sobre a forma mais correta:

“§ 3º O registro dos regulamentos dos fundos de investimentos na Comissão de Valores Mobiliários é condição suficiente para garantir a sua publicidade e a oponibilidade de efeitos em relação a terceiros. (Incluído pela Lei nº 13.874, de 2019)”(g.n.)

No Edital há três menções a “Fundos de Investimento Financeiros”, embora a minuta de Resolução, ao titular o Anexo I coloque adequadamente “Fundo de Investimento Financeiro” ou “Fundos de Investimento Financeiro” sempre que se refere ao FIF.

Tal correção também merece ser feita no Anexo I, Artigo 43, § 3º da Minuta, alterando de “fundos de investimentos” para “fundo de investimento”. Também padronizando nas normas as referências sempre a “Fundos de Investimento”.

Além disso, o artigo I do Anexo I da Minuta assim dispõe em seu *caput*:

“Art. 1º Este Anexo Normativo I (“Anexo I”) à Resolução nº [•] (“Resolução”) dispõe sobre a constituição, o funcionamento, a prestação de serviços e a divulgação de informações dos **fundos de investimento financeiro (“fundos de investimento”)** que, em função da composição de suas carteiras de ativos, podem ser das seguintes categorias:” (g.n.)

Ao nosso ver, também para evitar a perpetuação de confusões terminológicas, deveria ser usado ao longo de todo o Anexo I a definição: fundos de investimento financeiro (“FIF”), dado que o conceito geral de “fundos de investimento” e as normas a eles aplicáveis não estão mais nos respectivos anexos, mas no corpo da Resolução.

No mesmo sentido buscar usar o termo “fundos” de forma isolada e não completa “fundos de investimento”.

b) Artigo 2º, inciso III

Sugerimos a seguinte inclusão no texto:

“III – carteira (de ativos): conjunto de ativos financeiros e disponibilidades do fundo ou, no caso de o fundo contar com classe de cotas, do patrimônio separado [correspondente à respectiva classe de cotas](#);

c) Artigo 2º, inciso IX e XI

Ao nosso ver para facilitação do entendimento dos produtos seria de suma importância reduzir o número de documentos existentes, pelo que sugerimos a junção e simplificação da Demonstração de Desempenho e Lâmina. Ademais, também sugerimos a alteração da denominação da Lâmina, passando a excluir a expressão “de informações essenciais”. Além de ser de certa maneira presunçoso o uso do termo ‘essenciais’, pois não esclarece exatamente as bases da referida essencialidade, ele acaba por contradizer todas as afirmações sobre a importância da leitura e entendimento do regulamento, pois passa a falsa impressão que a Lâmina seria suficiente.

d) Artigo 2º, inciso XIV

Sugerimos a exclusão e não somos favoráveis à segmentação da Taxa de Administração, que historicamente remunera todos os prestadores de serviços de administração exceto auditoria e custódia, que são encargos diretos. Apesar de parecer dar maior transparência ao investidor, desvia o seu foco do que é mais relevante: o custo total, inclusive incluindo fundos investidos (ao nosso ver independente de serem ou não geridos por parte relacionadas, como já comentamos).

Ademais, não há hoje em vários instrumentos e ativos financeiros esse nível de transparência e segmentação a respeito das taxas, pelo que mais uma vez a indústria de fundos de investimento estaria sendo penalizada com um tratamento não isonômico.

e) Artigo 2º, inciso XV

Termo já definido no corpo da norma, sendo que acima já defendemos sua extinção, passando a ser uma declaração constante da Resolução para deixar claro que é algo automático no recebimento do regulamento e aplicação.

f) Artigos 10 e 11

Sugerimos deixar claro que são relativos à distribuição de fundos ou classe do regime fechado:

“Art. 10. Durante o período de distribuição **das classes de regime fechado**, o administrador deve remeter mensalmente demonstrativo das aplicações da carteira, através do Sistema de Envio de Documentos disponível na página da CVM na rede mundial de computadores, no prazo máximo de 10 (dez) dias contado do encerramento do mês.”

“Art. 11. Caso o número mínimo de cotas previsto não seja subscrito no prazo de distribuição **de que trata o artigo anterior**, os valores integralizados devem ser imediatamente restituídos aos subscritores, acrescidos proporcionalmente dos rendimentos auferidos pelas aplicações do fundo, líquidos de encargos e tributos.”

g) Artigo 12

Como os Anexos de cada classe são parte do regulamento é importante que o texto deixe claro que o cotista deve receber o corpo principal do regulamento e o anexo de sua respectiva classe, quando for o caso, sob pena de receber o regulamento inteiro. Mais uma vez aqui nossa observação de que não deveria haver referência ao administrador e distribuidor e sim “ou”, propondo o texto a seguir:

“Art. 12. Em acréscimo **ao corpo do regulamento e eventuais anexos relativos à respectiva classe investida, conforme o caso**, quando do ingresso do cotista na classe de cotas, **o administrador ou o distribuidor** devem disponibilizar uma versão atualizada da lâmina, se houver.”

h) Artigo 13 e 14

Sugerimos a exclusão do artigo, dada a sugestão de término do termo de adesão e ciência de risco, em prol da simplificação e incentivo à leitura do regulamento, se possível, em sua versão mais simples e direta que as hoje utilizadas no mercado. Por consequência, o artigo 14 deve fazer referência direta ao regulamento e não ao termo:

“Art. 14. Caso a responsabilidade dos cotistas não esteja limitada ao valor por eles subscrito e a política de investimentos admita a possibilidade de exposição a risco de capital, a responsabilidade ilimitada deve necessariamente ser um dos fatores de risco identificados no [regulamento](#).”

i) Artigo 16

A política de voto já possui seu link / local de disponibilização no formulário de referência do gestor da carteira e no regulamento (ou anexo de classe) do fundo de investimento. A demonstração de desempenho sugerimos que seja fundida à Lâmina e simplificada, sendo que a entrega da Lâmina já está no artigo 12, logo esse artigo poderia ser excluído.

j) Artigo 37 §1º e 38

Avaliar eventuais exceções expressas no caso de ativos financeiros no exterior, para os quais já existem disposições específicas.

k) Artigo 40 §1º

Sugerimos eliminar a expressão “melhores práticas do mercado” dado o seu elevado grau de subjetivismo, passando para uma afirmação direta:

“§ 1º Na seleção dos ativos financeiros no exterior, o gestor é responsável por executar procedimentos [que visem](#) ~~compatíveis com as melhores práticas de mercado,~~ assegurando que as estratégias a serem implementadas no exterior estejam de acordo com o objetivo, política de investimento e níveis de risco [da carteira](#).”

l) Artigo 41, II, “f”, Artigo 41 §1º, III e Artigo 43, III, “a”, item 8 e § 2º, I

Em ambos os casos, assim como em qualquer outra menção nos normativos e seus anexos sugerimos trocar a expressão “alavancagem” pelo novo conceito definido no artigo 2 da Minuta de “exposição a risco de capital”.

m) Artigo 43, § 2º

Ampliar a redação de modo a incluir nas exceções o investimento direto em ações à vista em determinados mercados organizados com credibilidade e volume reconhecidos, conforme lista a ser definida pela própria CVM, eventualmente mediante prévia consulta ao mercado, como defendido na Parte 1, acima.

n) Artigo 48, § 2º

Sugerimos a inclusão da possibilidade de determinar a cisão do fundo de investimento ou classe, de modo a criar um *side pocket* com os ativos desenquadrados, dado que para os cotistas pode não ser oportuna a liquidação e recebimento de ativos ou mesmo a incorporação a outras classes e fundos, passando à seguinte redação:

“(…)

I – incorporação ao patrimônio de outra classe de cotas;

- II – cisão da classe, visando segregar os ativos responsáveis pelo desenquadramento; ou
- III – liquidação.

o) Artigo 61, § 5º e § 8º

Em permanecendo a definição de “fundo de investimento em cotas”, os referidos dispositivos precisam ser ajustados, no que tange às permissões para investimento em fundos de investimento em direito creditórios, eventualmente diferenciando-os conforme o público alvo, dado que o texto que ainda segue o da antiga ICVM 555 acaba por gerar um desalinhamento com a maior possibilidade de acesso aos FIDCs pelo público em geral, que deveria ser acompanhado pela maior liberdade de acesso ao FIDC por fundo de investimento em cotas destinado a esse público.

p) Artigos 65 e 66

Sugerimos que os artigos não tenham neles contidos um percentual fixo e sim determinem a competência para que a SIN, de tempos em tempos ou com base em um estudo mais objetivo e histórico defina esse percentual.

Vale lembrar, inclusive, que o fim da responsabilidade ilimitada dos cotistas/investidores por obrigações assumidas pelos fundos de investimentos pode, em tese, gerar mudanças significativas nos padrões de cobertura ou margem de garantia exigidos nos mercados organizados.

PARTE 3 – “SUGESTÕES OUSADAS”

A inserção desta Parte 3 em nossos comentários foi incentivada e provocada pelo comentário do ilustre superintendente da CVM, Sr. Daniel Maeda, na reportagem publicada na edição do Valor Econômico de 09 de março de 2021, intitulada: “CVM quer ‘sugestão ousada’ para regra de fundo”.

Nesse sentido, dado o espaço aberto não só para o debate das adaptações à Lei da Liberdade Econômica, maior flexibilidade no investimento no exterior, mas também para o recebimento de sugestões ousadas, por nós entendidas como aquelas que podem ter impacto positivo e relevante na indústria de fundos de investimentos, aproveitamos a oportunidade para resgatar algumas sugestões já fornecidas à CVM em outros contextos e cuja implementação neste momento se mostraria oportuna.

Já deve ter sido possível notar que existe em nossas sugestões, de modo geral, características comuns e que fazem com que os temas propostos se intercalem: simplificação; acessibilidade; tratamento isonômico; desconcentração de mercado; redução de barreiras concorrenciais; premiação dos produtos e prestadores de serviços que atuam sob o manto da regulação.

A) SIMPLIFICAÇÃO GERAL

Essa simplificação é de suma importância para enfrentar o ambiente hostil em que o fundo de investimento – em tese ativo financeiro / valor mobiliário mais regulado e que confere maior proteção ao investidor, pois traz limites de concentração por emissor e modalidade; um pool de prestadores de serviços atuando de forma independente; possibilidade de gestão ativa e profissional; e maior detalhamento informacional, transparência e controle - precisa concorrer com ofertas irregulares; promessas de retorno não fundamentadas; ganância de intermediários em vender ativos de risco que pagam comissões relevantes; ou mesmo ativos “incentivados” que possuem redução fiscal, mas risco incompatível.

Ao nosso ver a simplificação e foco na punição das não conformidades e não na imposição de um único “modus operandi” é o caminho adequado para um mercado sadio, crescente, inovador, com livre concorrência e ao mesmo tempo que consiga sobreviver à pesada concorrência provocada tanto pelas ofertas irregulares de investimentos quanto pelos grandes conglomerados financeiros aos quais a padronização e criação de barreiras de acesso à criação de fundos de investimento e gestoras interessa.

Logo, a norma geral de fundos não deveria tratar de temas ou questões que podem ser transitórias ou fruto de anseios de momento e sim apenas os dispositivos mais perenes e um ambiente que pudesse privilegiar os gestores independentes, dissociados de grandes conglomerados, para que esses pudessem tocar os fundos de investimento e conseqüentemente seus negócios, com estruturas leves e eficientes, no melhor interesse dos investidores, se possível, fazendo por eles o mesmo que fazem por seus recursos proprietários.

Assim, entendemos que especialmente as disposições de cunho mais operacional poderiam estar separadas das regras gerais (ou até em normativos complementares), permitindo, em especial, que a Resolução venha a ser alvo de acesso e entendimento pleno, não só pelos participantes diretos do mercado, mas por toda a sociedade e investidores em geral.

Tal procedimento contribuiria também para que não seja necessário revisitar toda a regulação a cada década, permitindo sua consolidação como linha mestra da indústria de fundos de investimento.

B) INCENTIVO A UM PADRÃO DE REGULAMENTO SIMPLIFICADO OU LIMITAÇÃO DE TAMANHO PARA OS REGULAMENTOS, ESPECIALMENTE NOS FIF OU FUNDOS PARA PÚBLICO EM GERAL

Na mesma direção, retornamos com a proposta de uma relevante simplificação dos regulamentos dos fundos de investimento, conforme contido no artigo acadêmico constante do Anexo A à presente manifestação, intitulado:

“UM REGULAMENTO DE FUNDO DE INVESTIMENTO EFETIVO:
o primeiro passo do Brasil na implantação do *key disclosure*”

Tal proposta já havia sido apresentada pela Benzecry e Pitta em dois contextos: Na iniciativa decorrente do convênio de cooperação entre CVM e INSPER no ano de 2019, que coletou artigos relacionados a Regulação de Mercado de Capitais e posteriormente, em abril de 2020, em mensagem eletrônica dirigida ao Superintendente de Relações com Investidores Institucionais.

No referido artigo são abordadas a pertinência e a possibilidade de implantação de um regulamento menor e melhor para fundos de investimento, especialmente aqueles dedicados aos investidores de varejo. Acreditamos que esse seria o momento oportuno para maior difusão desse conceito.

No artigo componente do Anexo A aos presentes comentários são abordados:

- (i) a mudança de paradigma na regulação de investimentos internacional, que passou a adotar o *key disclosure*, em vez do *full disclosure*;
- (ii) as descobertas das finanças comportamentais a respeito de como os indivíduos lidam com o volume informacional na tomada de decisão, concluindo que um volume maior de informação e opções nem sempre leva a uma melhor decisão, ao contrário, pode ser contraproducente;
- (iii) os parâmetros sugeridos pelas finanças comportamentais para a estruturação de documentos de investimento que façam sentido para o investidor, especialmente a simplicidade;
- (iv) a importância de atrair os investidores de varejo para o mercado de capitais, notadamente o direcionamento das poupanças para objetivos de longo prazo e aposentadoria;
- (v) o desafio de direcionar o investidor de varejo a produtos que sejam adequados aos seus objetivos e conhecimento de mercado, com primeiras conclusões de que o fundo de investimento é um dos produtos mais seguros para o investidor de varejo no mercado de capitais;
- (vi) as particularidades dos investidores brasileiros, e a urgência em direcionar os recursos desses para alternativas reguladas do mercado de capitais;
- (vii) o papel do fundo de investimento, no contexto brasileiro, como a alternativa mais segura para o investidor de varejo dentro do mercado de capitais, especialmente por contar com gestão profissional supervisionada pela CVM e outros mecanismos eficazes de gerenciamento de risco, tal como limites por emissor e modalidade de ativos impostos pelo regulador; e
- (viii) a situação atual das informações obrigatórias sobre os fundos de investimento, especialmente aqueles que poderiam ser utilizados pelos investidores de varejo, quais sejam, os fundos de investimento regulados pela Instrução CVM nº 555/14 destinados a investidores em geral, mostrando que o regulamento de fundo é o único, dos três documentos de análise obrigatória antes da tomada de decisão de investimento, que

ainda não tem qualquer limitação de seu tamanho ou limitação máxima de conteúdo, mesmo constituindo-se no mais importante dos documentos.

No artigo resta também demonstrado - com uma sugestão de modelo de regulamento simples e direto - que é possível adotar um formato mais amigável ao investidor. Além disso, que para sua adoção prescinde-se de qualquer alteração normativa, embora a presente audiência pública seja, sem dúvida, o momento oportuno para dar conforto ao mercado a respeito da adoção de um modelo mais simplificado ou mesmo impor uma limitação de tamanho aos regulamentos, de modo que se alcance o objetivo aqui indicado.

Assim, em benefício do tempo, convidamos os interessados a analisarem nossa proposta por meio do artigo que compõe o Anexo A.

Salvo o compartilhamento com a CVM acima citado, esse material permanecia até aqui inédito, mas entendemos que sua leitura é de suma importância para uma reflexão mais ampla sobre o nosso posicionamento da necessária imposição ou validação de um regulamento mais simplificado e se encaixa como uma luva nos pedidos de “sugestões ousadas”, embora fundamentadas e defendidas com rigor técnico.

Pedimos desculpas antecipadamente pelas referências no texto do Anexo A à Instrução CVM 555 e não à Minuta de Resolução, mas entendemos que divulgá-lo em seu formato original seria mais adequado, dado que as reflexões aqui trazidas são para construção e debate do que deve substituir a referida Instrução.

C) CRIAÇÃO DO FUNDO DE INVESTIMENTO FINANCEIRO “APG”, ARRISCANDO A PELE DO GESTOR, SE VAMOS FALAR DE ROTULAGEM.

A ousadia dessa sugestão, também baseada em artigo enviado à CVM na mesma oportunidade citada no item anterior, é demonstrar que podem haver descontos regulatórios para um determinado grupo de gestores de fundos de investimento, desde que associado ao fato de que parcela relevante dos recursos sob gestão seja composto de capital próprio dos sócios e diretores da sociedade gestora, ou mesmo dessa última.

A existência do fundo de investimento “APG” mitigaria tanto a burocratização excessiva quanto o custo regulatório para as instituições de menor porte do setor, mantendo um grau de risco reduzido e grande alinhamento de interesse dos investidores com a equipe de gestão.

Essa contribuiria, ainda, para a presença de mais gestores e maior pulverização das aplicações dos investidores, outro fator de redução de risco. Os descontos regulatórios sugeridos tendem a ser bastante importantes para estruturas menores, especialmente diante do aumento relevante da estrutura mínima para a criação e manutenção de uma sociedade gestora de recursos de terceiros e conseqüentemente a gestão da carteira de fundos de investimento.

Apesar de ousada, a aceitação de uma proposta nessa direção reduziria também o gasto de energia com atividade meio, gerando eficiência na atividade fim. O foco seria a gestão dos fundos de investimento “arriscando a pele do gestor”, ou “APG”, que tendem a apresentar, na prática, um potencial de exposição de risco mais reduzido ou, no mínimo, um gerenciamento de risco eficiente, na medida em que toda e qualquer perda passaria a ser sentida também por sócios e diretores da gestora em seu patrimônio pessoal (na própria pele), sendo que o resgate de tais recursos estaria condicionado à manutenção de um patamar mínimo de recursos próprios, sob pena de se resgatar compulsoriamente o mesmo percentual de todos os investidores do fundo em questão.

Tal desenho seria ainda mais simplificado no contexto em que a Minuta de norma de fundos de investimento ora em debate já prevê a possibilidade de classes diferenciadas de cotas em um mesmo fundo de investimento, não havendo qualquer impedimento ao regulamento, por imposição normativa no caso do APG, condicionar o resgate de uma classe à manutenção de um nível mínimo de proporcionalidade com as demais classes do fundo em questão.

Vale notar que o próprio texto do Anexo B já demonstrava que os ajustes normativos para a criação desse conceito seriam muito simples, na norma de fundo, com o maior desafio ficando a cargo do debate da regulação da atividade de gestão de carteiras, de modo a promover os descontos regulatórios que existiriam em contraposição ao compromisso de manutenção dos recursos próprios investidos.

Para o alcance das características acima descritas seriam necessários tão somente os seguintes ajustes na Minuta:

i) No Artigo 2º que trata das definições a inclusão dos seguintes termos:

“APG – ‘Arriscando a pele do gestor’. Sigla que, quando adicionada ao final da denominação de um fundo de investimento, implica na garantia de que, no mínimo, 20% (vinte por cento) do patrimônio líquido do referido fundo de investimento é composto por recursos de titularidade da sociedade gestora da carteira, seus sócios diretos e diretores;”

“Cotas APG – é a classe de cotas do fundo de investimento APG que tem como público alvo, exclusivamente, a sociedade gestora da carteira, seus sócios diretos ou diretores. As Cotas APG devem representar, no mínimo, 20% (vinte por cento) do patrimônio líquido do fundo de investimento APG. Ademais, podem se diferenciar das demais cotas do fundo de investimento tão somente em relação às taxas de administração e performance cobradas. Sempre que forem solicitados resgates de Cotas APG que venham a gerar o desenquadramento do referido limite, o Administrador deverá promover o resgate compulsório de todos os cotistas do fundo de investimento em questão, de modo a

automaticamente promover o reenquadramento. Os cotistas detentores de Cotas APG não têm direito a voto em assembleia geral, em linha com o disposto no artigo 76 desta Instrução, ressalvadas as exceções do referido artigo; “

ii) Regras de movimentação / resgate compulsório demais classes:

“Em se tratando de fundo de investimento APG, concomitantemente a qualquer resgate de Cotas APG que resulte na presença dessas cotas em proporção inferior a 20% do patrimônio líquido do fundo de investimento de Cotas APG, haverá o resgate compulsório entre todos os cotistas da classe principal, no montante necessário para que tal limite mínimo seja reestabelecido, podendo o Administrador tomar todas as providências para a execução do referido resgate;”

iii) Inclusão de parágrafo com a seguinte redação no dispositivo que trata das diversas categorias e de fundos de investimento:

“§ Os fundos de investimento, independentemente da classe, que venham a ser geridos por um gestor de carteira APG ou cujo gestor da carteira, por liberalidade, opte pela criação da classe de Cotas APG, assumindo os compromissos daí decorrentes, também deverão incluir como sufixo, ao final de sua denominação, o termo ‘APG’.”

Caso tenham interesse em entender melhor a proposta, desenvolvida ainda com olhar na Instrução CVM 555 e 558, a íntegra do artigo se encontra como Anexo B ao presente documento, sob o título:

“FUNDO DE INVESTIMENTO ‘ARRISCANDO A PELE DO GESTOR’
Porta de entrada para a gestão independente de recursos de terceiros,
com estrutura simplificada e segurança ao investidor:
uma proposta baseada na obra de Nassim Nicholas Taleb”

Ao nosso ver essa sugestão ousada se demonstra oportuna e alinhada, inclusive, com a postura mais recente da CVM, capitaneada por seu atual presidente, no sentido de reduzir o custo de conformidade do setor, sendo certo que já se pode identificar louváveis iniciativas nessa direção.

D) EXTINÇÃO DO CONCEITO DE FUNDO DE INVESTIMENTO EM COTAS OU CLASSE DE INVESTIMENTO EM COTAS

A perpetuação desse conceito vai de encontro ao fato de que cotas de fundos de investimento são um valor mobiliário como qualquer outro.

A criação de situações especiais para os fundos de investimento ou classes destinadas a aquisição de cotas de outros fundos de investimento geram uma série de questões atinentes ao tratamento diferenciado que esses fundos recebem e até assimetrias, bem

como dificuldades de enquadramento das carteiras em alguns cenários, em especial com a internacionalização.

Como é requisito da política de investimento de um fundo de investimento a indicação das modalidades de ativos que ele pretende investir, no caso de um fundo com foco em cotas de outros fundos isso poderia ser tratado e observado simplesmente pelos limites e restrições constantes do próprio regulamento e política, cabendo aos prestadores de serviços essenciais definir limites mínimos e máximos em aplicações em cotas de fundos de investimento, inclusive podendo dividir por categorias.

Não vislumbramos uma real necessidade prática para a existência dessas categorias como algo apartado, sendo certo, inclusive, que muitos fundos multimercados hoje existentes, com amplo mandato para investimento em todos os ativos financeiros disponíveis, na prática, aplicam apenas em cotas de outros fundos de investimento.

Essa mudança conceitual poderia estar associada a um maior rigor na validação e definição dos objetivos e políticas, procurando coibir o uso de regulamentos genéricos e que preveem uma ampla gama de ativos financeiros e mercados que, na prática, nunca são investidos e muitas vezes tão pouco são acompanhados pelo gestor da carteira.

Políticas e mandatos mais rígidos e bem definidos em regulamento caminham também na direção de simplificação dos instrumentos e maior facilidade de acesso e entendimento do investidor.

COMENTÁRIOS FINAIS

Esperamos ter contribuído no processo de aperfeiçoamento do texto final da Resolução e no desenvolvimento do mercado, em especial na direção da simplificação e inclusão, assim como no tratamento regulatório isonômico, pelo que agradecemos a oportunidade dada por esta Douta Autarquia.

Permanecemos à disposição para quaisquer esclarecimentos que se façam necessários.

Atenciosamente,

BENZECRY E PITTA ADVOCACIA ESPECIALIZADA
Leandro Salztrager Benzecry



ANEXO A

**UM REGULAMENTO DE FUNDO DE INVESTIMENTO EFETIVO:
o primeiro passo do Brasil na implantação do *key disclosure***

Sabrina Montovanelli

sabrina@bpae.com.br

(21) 3802-9200

Leandro Salztrager Benzecry

leandro@bpae.com.br

(21) 3802-9200 / (21) 99569-9200

Rio de Janeiro, 15 de julho de 2019

Resumo

Este trabalho objetiva demonstrar a pertinência e a possibilidade de implantação de um regulamento menor e melhor para fundos de investimento, especialmente aqueles dedicados aos investidores de varejo¹.

Para que esse objetivo faça sentido, serão abordados, em ordem, os seguintes assuntos: (i) a mudança de paradigma na regulação de investimentos internacional, que passou a adotar o *key disclosure*, em vez do *full disclosure*; (ii) as descobertas das finanças comportamentais a respeito de como os indivíduos lidam com o volume informacional na tomada de decisão, concluindo que um volume maior de informação e opções nem sempre leva a uma melhor decisão, ao contrário, pode ser contraproducente; (iii) os parâmetros sugeridos pelas finanças comportamentais para a estruturação de documentos de investimento que façam sentido para o investidor, especialmente a simplicidade; (iv) a importância de atrair os investidores de varejo para o mercado de capitais, notadamente o direcionamento das poupanças para objetivos de longo prazo e aposentadoria; (v) o desafio de direcionar o investidor de varejo a produtos que sejam adequados aos seus objetivos e conhecimento de mercado, com primeiras conclusões de que o fundo de investimento é um dos produtos mais seguros para o investidor de varejo no mercado de capitais; (vi) as particularidades dos investidores brasileiros, e a urgência em direcionar os recursos desses para alternativas reguladas do mercado de capitais; (vii) o papel do fundo de investimento, no contexto brasileiro, como a alternativa mais segura para o investidor de varejo dentro do mercado de capitais, especialmente por contar com gestão profissional supervisionada pela CVM e outros mecanismos eficazes de gerenciamento de risco, tal como limites por emissor e modalidade de ativos impostos pelo regulador; e (viii) a situação atual das informações obrigatórias sobre os fundos de investimento, especialmente aqueles que poderiam ser utilizados pelos investidores de varejo, quais sejam, os fundos de investimento regulados pela Instrução CVM nº 555/14 destinados a investidores em geral, mostrando que o regulamento de fundo é o único, dos três documentos de análise obrigatória antes da tomada de decisão de investimento, que ainda não tem qualquer limitação de seu tamanho ou limitação máxima de conteúdo, mesmo constituindo-se no mais importante dos documentos.

Em seguida, demonstra-se, com um modelo de regulamento simples e direto, que é possível adotar um formato mais amigável ao investidor. Além disso, que para sua adoção prescinde-se de qualquer alteração normativa. O regulamento modelo proposto, parte final deste trabalho, através da utilização de diversos insights dados pela área de finanças comportamentais, como linguagem curta e ilustrações visuais, tende a ser mais eficiente que o modelo tradicional por proporcionar maior comparabilidade entre fundos, tem leitura mais agradável e conta com melhorias na apresentação das características do produto relevantes no processo decisório de escolha, assim como dos fatores de risco. No contexto da redução dos regulamentos e simplificação, ao final, ainda é apresentada ainda a sugestão de que as políticas de investimento descritas em regulamento devem deixar de ser tão padronizadas e melhor especificar o mandato dos prestadores de serviços – o que, acredita-se, é também fundamental para o *key disclosure*; e conclui-se instando o mercado brasileiro e seus reguladores a adotar um regulamento tal qual o regulamento modelo elaborado, com no máximo duas ou três páginas.

¹ A definição de “investidor de varejo” usada ao longo deste trabalho é a mesma do termo “*retail investor*”, que caracteriza os indivíduos que investem no mercado para si mesmos, e não de forma profissional. Esse termo não deve ser confundido com algum que busque qualificar um investidor inábil, iniciante, ou com pouco dinheiro investido.

CAPÍTULO I: CONTEXTO GERAL

Assimetria informacional e full disclosure

No conhecido ensaio *The Market for “Lemons”: Quality Uncertainty and the Market Mechanism*², de 1970, George Akerlof exemplifica o papel devastador que a assimetria informacional entre compradores e vendedores pode ter num mercado, prejudicando não só o participante que tem menos informação, como a confiança que existe no mercado em si, culminando na deterioração da qualidade desse mercado como um todo. Esse mesmo fator, a assimetria informacional, é tido, na Análise Econômica do Direito, como uma das quatro falhas³ principais que impedem o alcance do maior grau de eficiência alocativa do mercado o que, portanto, justificaria⁴ que o Estado⁵ estructure políticas públicas para a neutralização de tais falhas.

É esse o racional que integra a teoria do *full disclosure*, amplamente utilizada pelos reguladores dos mercados de capitais ao redor do mundo, partindo do pressuposto de que, se os investidores tiverem acesso a toda a informação possível sobre os ativos disponíveis no mercado, serão capazes de tomar uma decisão informada, ótima no sentido de Pareto. Em decorrência desse pressuposto, os reguladores que seguem a política do *full disclosure* tornaram mandatório que os agentes do mercado de capitais façam pública vasta gama de informações sobre o ativo que comercializam, materializando esse disclosure, então, em documentos de investimento bastante técnicos e de leitura complexa, que se estendem por longas páginas.

O tamanho dos documentos de investimento está ligado não só à obrigatoriedade de seguir estritamente os mandamentos regulatórios no que se refere ao conteúdo da informação disponibilizada, mas também à responsabilidade jurídica atribuída aos participantes do mercado sobre a divulgação, fazendo com que esses busquem mitigar seus riscos operacionais através de ainda mais disclosure. Essa dinâmica é bem descrita na Austrália por Josh Fear nos seguintes termos:

“Historicamente, tem sido a prática de vários prestadores financeiros disponibilizar aos clientes documentos curtos e amigáveis, às vezes de natureza geral ou educativa. Sob o regime regulatório novo, não obstante, as corporações avessas à risco estão mais relutantes em prover recursos de informação concisos do que no passado, produzindo, em vez disso, somente os documentos padrão.

² AKERLOF, George A.. *The Market For “Lemons”: Quality Uncertainty And The Market Mechanism*. Editor(S): Peter Diamond, Michael Rothschild, *Uncertainty in Economics*, Academic Press, 1978, pages 235-251, ISBN 9780122148507. Disponível em <https://doi.org/10.1016/B978-0-12-214850-7.50022-X>. Acesso em 14 jul. 2019.

³ “Essas falhas são, em breve síntese, as seguintes:

[i] assimetria de informações. Para que o mercado possa promover o fluxo de relações econômicas de maneira eficiente, é necessário que as partes, ao se vincularem, tenham acesso às informações necessárias à tomada de decisão, sob pena de desestímulo às contratações por aumento dos custos a elas relacionados;” (FORGIONI, Paula A.. *Análise Econômica do Direito: Paranóia ou Mistificação?* Publicação na RTRF3R nº 77, maio/junho 2006, págs. 35/61.)

⁴ “9. Para a maioria dos autores ligados à AED, na presença de falhas de mercado, justifica-se a intervenção com o escopo específico de supri-las ou de neutralizá-las.” (FORGIONI, Paula A.. *Análise Econômica do Direito: Paranóia ou Mistificação?* Publicação na RTRF3R nº 77, maio/junho 2006, págs. 35/61.)

⁵ “[v] porque a intervenção estatal gera custos, deve, no máximo, ser admitida apenas quando necessária à neutralização das quatro falhas de mercado acima indicadas.” (FORGIONI, Paula A.. *Análise Econômica do Direito: Paranóia ou Mistificação?* Publicação na RTRF3R nº 77, maio/junho 2006, págs. 35/61.)

*(...) 'o resultado final do FSR tem sido que os documentos de disclosure são desenvolvidos mais para gerenciar os riscos do prestador de serviço do que para informar o consumidor'.*⁶

O mesmo processo é descrito na Nova Zelândia:

*"(...) criando significativos riscos de responsabilidade que os advogados buscaram evitar. O propósito do disclosure mudou de mecanismo de transmissão de informação aos investidores para um exercício de afastamento de risco. As necessidades dos investidores ficavam geralmente esquecidas. Consequentemente, em certos momentos, os documentos de disclosure para produtos financeiros proviam pouco ou nenhum valor em auxiliar os investidores a tomar decisões informadas. Havia significativa evidência anedótica de que os prospectos eram raramente requeridos. Em consequência, pode ser presumido que várias pessoas não liam esses documentos antes de tomar uma decisão."*⁷

Conforme descreve-se mais adiante, há evidência de que a longa extensão e complexidade dos documentos de investimento é prejudicial ao investidor, ou seja, exatamente ao público que, a princípio, a política de *disclosure* pretendia beneficiar.

Limitações no entendimento da informação disponibilizada

Seguindo o avanço da atenção dada às finanças comportamentais, os acadêmicos vêm alertando que a doutrina do máximo disclosure⁸, não só não resolve o problema de assimetria informacional nas decisões de investimento, como poderia inclusive ser contraproducente, vez que seres humanos têm limitações na forma

⁶ Tradução livre dos coautores para *"Historically, it had been the practice of many financial providers to make short, userfriendly documents, sometimes of a general or educational nature, available to their customers. Under the new regulatory regime, however, risk-averse corporations are more reluctant to provide concise information resources as they did in the past, instead just producing the standard documents. (...)*

'the end result of FSR has been that the disclosure documents themselves are designed more to manage the liability of the service provider, rather than to inform the consumer'" (Fear, Josh. & Australia Institute. (2008). Choice overload : Australians coping with financial decisions. Canberra : The Australia Institute. Disponível em <<http://www.tai.org.au/documents/downloads/DP99.pdf>>. Acesso em 14 jul. 2019.)

⁷ Tradução livre dos coautores para *"(...) creating significant liability risks which lawyers sought to avoid. The purpose of disclosure shifted from being a mechanism to convey information to investors to being an exercise in risk avoidance. The needs of investors were often forgotten. Consequently, at times disclosure documents for financial products provided little or no value in assisting investors to make informed decisions. There was significant anecdotal evidence that prospectuses were seldom requested. Therefore, it can be presumed that many people did not read these documents before making a decision."* (Johnston, Kristy, Christine Tether, and Ashley Tomlinson. 2015. Financial product disclosure insights from behavioural economics. Disponível em <http://www.mbie.govt.nz/publications-research/publications/economic-development/2015-occasional-papers/Financial%20product%20disclosure%20insights%20from%20behavioural%20economics.pdf>.. Acesso em 14 jul. 2019)

⁸ Tradução livre dos coautores para *"On the basis of traditional consumer choice theory, disclosure regimes for many products and services were designed on the premise that, provided investors had full information, they made optimal decisions. However, such policies did not necessarily recognise the limits on peoples' cognitive abilities, or the influence that emotions have on decision making.*

(...), there was no restriction on what information issuers could disclose. Prospectuses were required to contain "all material matters". (Johnston, Kristy, Christine Tether, and Ashley Tomlinson. 2015. Financial product disclosure insights from behavioural economics. Disponível em <http://www.mbie.govt.nz/publications-research/publications/economic-development/2015-occasional-papers/Financial%20product%20disclosure%20insights%20from%20behavioural%20economics.pdf>.. Acesso em 14 jul. 2019)

de entender e processar informação. A falta de letramento financeiro é uma dessas limitações, mas não a única: o próprio jeito como o cérebro humano toma decisões e lida com informação, mesmo os mais qualificados desses, aparece como um argumento contrário à tese de que “quanto mais informação, melhor”.

O paper *Financial Product Disclosure: Insights from Behavioural Economics* empreendido em 2015 por Kirsty Johnston, Christine Tether e Ashley Tomlinson para o Ministério de Negócios, Inovação e Emprego neozelandês representa um notável trabalho de consolidação de descobertas sobre a teoria da escolha, especialmente descrevendo fatores que impedem a utilização efetiva da informação para tomada de decisão e fatores de apresentação da informação que afetam a tomada de decisão.

Para os neozelandeses, a sobrecarga de informações, a sobrecarga de escolha⁹ e a complexidade dessas são fatores que impedem a utilização efetiva da informação. Pessoas teriam capacidade limitada de processamento de informações¹⁰; escolhas demais levariam a que os tomadores de decisão procrastinem, falhem na tomada de decisão ou não estejam satisfeitos com ela; e, ainda, a linguagem muito complexa, técnica ou jurídica, impede a compreensão da informação. Importante ressaltar que esses fatores afetariam todos os tomadores de decisão, mesmo os mais financeiramente letrados¹¹.

Os três fatores citados já tinham sido trabalhados anteriormente por outros pesquisadores. Em *Choice Overload: Australians coping with financial decisions* (2008), Fear defende que escolhas complexas podem levar os tomadores de decisão a não fazer escolha alguma, ou a terceirizar o processo de decisão. Além disso, o autor apresenta o conceito de *cost of thinking* - o custo de aquisição e interpretação da informação -, argumentando que a abundância de escolhas corrobora para que esse custo seja proibitivo para o tomador de decisão, levando a uma má escolha. Para Fear:

“Os que fazem política pública deveriam reconhecer que escolha extensa não ajuda sempre, e que seus benefícios atingem de formas diferentes grupos diferentes. Para algumas pessoas, mais escolha pode, na verdade, minar o bem estar, instigando a confusão e a ansiedade e minando a confiança”¹².”

⁹ Tradução livre dos coautores para “(...) greater choice can lead to ‘choice overload’. This can result in decision makers procrastinating, failing to make a decision, or being less satisfied with the option that they choose.” (Johnston, Kristy, Christine Tether, and Ashley Tomlinson. 2015. Financial product disclosure insights from behavioural economics. Disponível em <http://www.mbie.govt.nz/publications-research/publications/economic-development/2015-occasional-papers/Financial%20product%20disclosure%20insights%20from%20behavioural%20economics.pdf>.. Acesso em 14 jul. 2019)

¹⁰ Tradução livre dos coautores para “Research suggests that large amounts of information contained in lengthy financial product disclosure documents impedes the ability of investors to process relevant information.” (Johnston, Kristy, Christine Tether, and Ashley Tomlinson. 2015. Financial product disclosure insights from behavioural economics. Disponível em <http://www.mbie.govt.nz/publications-research/publications/economic-development/2015-occasional-papers/Financial%20product%20disclosure%20insights%20from%20behavioural%20economics.pdf>.. Acesso em 14 jul. 2019)

¹¹ Tradução livre dos coautores para “Studies on the effect of large amounts of information find that people from all backgrounds are discouraged by a high volume of written information.” (Johnston, Kristy, Christine Tether, and Ashley Tomlinson. 2015. Financial product disclosure insights from behavioural economics. Disponível em <http://www.mbie.govt.nz/publications-research/publications/economic-development/2015-occasional-papers/Financial%20product%20disclosure%20insights%20from%20behavioural%20economics.pdf>.. Acesso em 14 jul. 2019)

¹² Tradução livre dos coautores para “Policy-makers should recognise that extensive choice is not always helpful, and that its benefits flow in different ways to different groups. For some people greater choice can actually undermine wellbeing, by instigating confusion and anxiety and undermining confidence.” (Fear, Josh. & Australia Institute. (2008).

Outro importante ponto levantado por Johnston, Tether e Tomlinson é sobre a forma como a apresentação da informação afeta a interpretação dessa. Para os autores, *o jeito como a informação é moldada, sua ordem, seus números e o uso de ilustrações visuais contribuem para a leitura e o entendimento, fatores esses, inclusive, capazes de aumentar ou diminuir o efeito de tendências comportamentais e limitações cognitivas*¹³. A mais completa exemplificação desse efeito no paper da Nova Zelândia é feita com a apresentação dos fatores de risco dos produtos financeiros, conforme parte transcrita a seguir:

*“Estudos mostraram que gráficos e outras representações visuais podem ser benéficas em auxiliar a compreensão, incluindo risco. Em sua revisão de visual para comunicar risco, Lipkus e Hollands (1999) notaram que gráficos revelam padrões em informações que podem, de outra forma, passar despercebidos, eles ajudam indivíduos a processar informação de forma mais eficiente que quando números são representados sozinhos, e atraem e seguram atenção porque mostram informação em termos concretos, visuais.”*¹⁴.

Ainda, defendem que o regime de disclosure só será efetivo se for designado de forma que leve em conta a forma como as pessoas usam informação¹⁵. Nesse sentido, os autores do citado estudo consideram que são medidas fundamentais no que se refere a documentos de investimento: (i) existência de prescrições regulatórias referentes ao tamanho e conteúdo do *disclosure* para mitigar a sobrecarga de escolha e informação e ajudar investidores a entender informação complexa e técnica; (ii) padronização dos *disclosures* de produtos financeiros, quando possível, com riscos e benefícios apresentados de forma apropriada; e (iii) informação balanceada, curta mas que abranja todo o necessário para a tomada de decisão informada, e significativa, de forma a endereçar outras limitações e tendências na tomada de decisão.

Choice overload : Australians coping with financial decisions. Canberra : The Australia Institute. Disponível em <<http://www.tai.org.au/documents/downloads/DP99.pdf>>. Acesso em 14 jul. 2019.)

¹³ Tradução livre dos coautores para *“The way that information is presented including how it is framed, how it is formatted, its order, use of numbers, and use of visual illustrations all contribute to readability and understanding. This, in turn, can either increase or diminish the effect of behavioural biases and can help overcome cognitive limitations.”* (Johnston, Kristy, Christine Tether, and Ashley Tomlinson. 2015. Financial product disclosure insights from behavioural economics. Disponível em <http://www.mbie.govt.nz/publications-research/publications/economic-development/2015-occasional-papers/Financial%20product%20disclosure%20insights%20from%20behavioural%20economics.pdf>.. Acesso em 14 jul. 2019)

¹⁴ Tradução livre dos coautores para *“Studies have shown that graphs and other visual representations can be beneficial in assisting comprehension, including risk. In their review of visuals to communicate risk Lipkus and Hollands (1999) note that graphics reveal patterns in data that may otherwise go undetected, they allow individuals to process information more effectively than when numbers are represented alone, and they attract and hold attention because they display information in concrete, visual terms.”* (Johnston, Kristy, Christine Tether, and Ashley Tomlinson. 2015. Financial product disclosure insights from behavioural economics. Disponível em <http://www.mbie.govt.nz/publications-research/publications/economic-development/2015-occasional-papers/Financial%20product%20disclosure%20insights%20from%20behavioural%20economics.pdf>.. Acesso em 14 jul. 2019)

¹⁵ Tradução livre dos coautores para *“Disclosure plays a central role in the regulation of financial markets but, if we are to have an effective disclosure regime, it needs to be designed with the insights of how people use information.”* (Johnston, Kristy, Christine Tether, and Ashley Tomlinson. 2015. Financial product disclosure insights from behavioural economics. Disponível em <http://www.mbie.govt.nz/publications-research/publications/economic-development/2015-occasional-papers/Financial%20product%20disclosure%20insights%20from%20behavioural%20economics.pdf>.. Acesso em 14 jul. 2019)

Importância de um disclosure que seja efetivo e regulação internacional

É preciso¹⁶ que mais pessoas se tornem investidores de varejo, e que seus investimentos, em um contexto geral, não falhem – é essa a conclusão a que estão chegando os Estados¹⁷, especialmente aqueles que já têm visto¹⁸ suas populações envelhecerem. Há um perigo real de que os fundos públicos de pensão se tornem insustentáveis no médio prazo, o que deveria levar as pessoas a fazerem suas poupanças privadas, e essas precisam ser bem sucedidas para que o problema público esteja resolvido. As pessoas, portanto, precisam entender sobre seus investimentos.

Na Europa, a transformação de cidadãos comuns em investidores de varejo está sendo endereçada pela imposição de regras de condutas em negócios e também através da divulgação de documentos “*key disclosure*” (disclosure chave) aos investidores antes da tomada de suas decisões de investimento¹⁹. Lá, esse movimento começou a ser executado com duas regulações em paralelo, a do UCITS (a nomenclatura vem de “*Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities*”), e a para outros tipos de instrumentos financeiros. No que se refere aos UCITS, a primeira preocupação no sentido de simplificação foi em 2001, quando a regulação passou a exigir que, além dos documentos já disponibilizados, também um prospecto simplificado fosse produzido, que deveria conter ‘a informação necessária para que os investidores estivessem aptos a fazer um julgamento informado sobre o investimento proposto a eles e, em particular, sobre os riscos ligados’. Atualmente muitas outras alterações na esfera dos UCITS já foram feitas, inclusive a inclusão de um indicador sintético de risco e recompensa dos fundos numa escala de 1 a 7²⁰. Esse indicador também foi, em 2018, adotado pelo PRIIPS (Packaged Retail Investment and Insurance-Based Products), a

¹⁶ Tradução livre dos coautores para “*Retail securities markets are, therefore, not just a matter of choice; they have become an urgent necessity. (...)for financial intermediaries who distribute retail securities. But there will also be costs. The importance of the retail securities market to the EU will inevitably result in more regulation. Market failure must be prevented, if for no other reason, because of its potentially catastrophic effect on the state, onto whose shoulders will fall the burden of looking after those who have lost their old-age provision.*” (Lachlan Burn, KISS, but tell all: short-form disclosure for retail investors, Capital Markets Law Journal, Volume 5, Issue 2, April 2010, Pages 141–168. Disponível em <https://doi.org/10.1093/cmlj/kmq001>. Acesso em 14 jul. 2019.)

¹⁷ Tradução livre dos coautores para “*With virtually every Australian worker now compelled to choose a superannuation fund, complicated decisions about finances and investments are now everyone’s responsibility.*” (Fear, Josh. & Australia Institute. (2008). Choice overload : Australians coping with financial decisions. Canberra : The Australia Institute. Disponível em <<http://www.tai.org.au/documents/downloads/DP99.pdf>>. Acesso em 14 jul. 2019.

¹⁸ Tradução livre dos coautores para “*investors are increasingly expected to assume financial security in retirement by investing in the capital markets, as the experience in the United States of America and European Union experience highlight. (...) the issues surrounding the retirement saving crises in Malaysia (...) suggest that (...) more Malaysians will turn to the capital market.*” (TAN, Petrina. *An Examination of the Retail Investor Protection Framework in Malaysia*. 5 de maio de 2015. CBFL-WP-PT01. Disponível em https://law.nus.edu.sg/cbfl/pdfs/working_papers/CBFL-WP-PT01.pdf. Acesso em 14 jul. 2019.)

¹⁹ Lachlan Burn, KISS, but tell all: short-form disclosure for retail investors, Capital Markets Law Journal, Volume 5, Issue 2, April 2010, Pages 141–168. Disponível em <https://doi.org/10.1093/cmlj/kmq001>. Acesso em 14 jul. 2019.

²⁰ Tradução livre dos coautores para “*In an effort to introduce simplicity and reduce large blocks of narrative about risk, the European Union requires disclosure statements of UCITS collective investment schemes to contain a visual ‘synthetic risk and reward indicator’. The indicator shows the risk and reward profile of a fund on a visual scale ranging from 1 to 7 based on volatility of returns.*” (Johnston, Kristy, Christine Tether, and Ashley Tomlinson. 2015. Financial product disclosure insights from behavioural economics. Disponível em <http://www.mbie.govt.nz/publications-research/publications/economic-development/2015-occasional-papers/Financial%20product%20disclosure%20insights%20from%20behavioural%20economics.pdf>.. Acesso em 14 jul. 2019)

regulação que se propõe a criar um regime informacional uniforme para uma variedade maior de produtos financeiros comercializados na Europa, visando permitir a comparabilidade entre eles.

Na Nova Zelândia, o Conduct Act de 2013 foi publicado levando em conta as conclusões das finanças comportamentais, culminando com novas regulações para o *disclosure*²¹ e, ainda em 1997, já tinha sido introduzido o *Investment Statement*, que deveria ser um documento menor, na tentativa de compensar a insatisfação com o tamanho dos Prospectos²².

A Austrália adotou em 2010 um prospecto de *short form* disclosure para previdência complementar e investimentos geridos, limitado a oito páginas, sem a dispensa do antigo documento, ambos com as mesmas informações, o que é possível no menor através da incorporação por referência a outros documentos²³.

Nos Estados Unidos, o interesse dos investidores não profissionais é endereçado desde 1998, através dos requisitos de adoção de “*plain english*” (inglês simples) nos documentos de investimento e, mais recentemente, da inclusão de sumários onde esses forem úteis, inclusive no que se refere a fatores de risco, em documentos longos ou complexos.

²¹ Tradução livre dos coautores para “*New regulations for financial product disclosure in New Zealand under the Financial Markets Conduct Act 2013 have been designed with the insights of how people use information to make complex financial decisions.*” (Johnston, Kristy, Christine Tether, and Ashley Tomlinson. 2015. Financial product disclosure insights from behavioural economics. Disponível em <http://www.mbie.govt.nz/publications-research/publications/economic-development/2015-occasional-papers/Financial%20product%20disclosure%20insights%20from%20behavioural%20economics.pdf>.. Acesso em 14 jul. 2019)

²² Tradução livre dos coautores para “*Jurisdictions around the world have recognised the issue of information overload and have sought (or are seeking) to limit the length of disclosure documents. In New Zealand the investment statement was introduced in 1997 in response to concerns about long prospectuses. The investment statement was intended to provide clear and concise information about the key features of a financial product in a way that would allow comparisons with other products.*” (Johnston, Kristy, Christine Tether, and Ashley Tomlinson. 2015. Financial product disclosure insights from behavioural economics. Disponível em <http://www.mbie.govt.nz/publications-research/publications/economic-development/2015-occasional-papers/Financial%20product%20disclosure%20insights%20from%20behavioural%20economics.pdf>.. Acesso em 14 jul. 2019)

²³ Tradução livre dos coautores para “*However, while investment statements were shorter than prospectuses, there was no restriction on length. As a result they were still regarded as generally quite long, partly due to duplication of information and the inclusion of marketing material.*” (Johnston, Kristy, Christine Tether, and Ashley Tomlinson. 2015. Financial product disclosure insights from behavioural economics. Disponível em <http://www.mbie.govt.nz/publications-research/publications/economic-development/2015-occasional-papers/Financial%20product%20disclosure%20insights%20from%20behavioural%20economics.pdf>.. Acesso em 14 jul. 2019)

²³ Tradução livre dos coautores para “*For offerings of equity securities, the firm issuing the securities (the issuer) has a choice. The regular requirement is for disclosure through a full prospectus, which is a principle-based disclosure document containing all the information that “investors and their professional advisers would reasonably require to make an informed assessment of the matters [required by the Corporations Act 2001]”. However, issuers may opt to use a short-form prospectus, which must contain the same information as a prospectus, but can do so by incorporating information by reference to other documents.*” (WEAVER, Matt. *Who Has Time to Read It Anyway? Financial Markets Disclosure, Mum and Dad Investors and the Theory of an Efficient Market*. Dissertação de bacharelado, Outubro de 2017.)

No Canadá, cujo documento simplificado para fundos introduzido em 2007 (Canada Fund Facts Document) foi considerado pelo público, segundo a pesquisa de Andrew Godwin and Ian Ramsay²⁴, como o mais fácil de ler²⁵, aplica-se um resumo que existe junto (e é considerado parte) do documento formal de *disclosure*, que deve ser feito em linguagem concisa e simples. Interessante notar que, no caso canadense, a regulação preocupou-se especialmente com comparabilidade e simplicidade, e prescreveu vários aspectos de formatação. Nesse documento é adotado um *risk rating* simplificado.

Em boa síntese de Matt Weaver:

“Na última década, os reguladores em todo o mundo vêm reformando seus regimes de *disclosure* para simplificá-los, com a maior parte do foco em fundos administrados. Nos últimos anos, a Nova Zelândia, a Austrália, Hong Kong, Singapura, o Canadá e a UE introduziram uma forma de *disclosure* mais curta (às vezes um sumário) para tipos de fundos geridos²⁶”

Desafios

Talvez o caso europeu mostre interessantes paradoxos sobre o *key disclosure*. Na Europa foi introduzida em 2014 a legislação sobre os Packaged Retail Investment and Insurance-Based Products - PRIIPs (produtos que objetivavam especialmente investidores de varejo e que oferecem exposição em ativos financeiros, em formas empacotadas, que modificam a exposição ao risco quando comparados a investimentos diretos, e que tenham uma função primária de acumulação de capital ou proteção para médio ou longo prazo), com objetivo de unificar as regulações sobre UCITS com a de determinados outros produtos oferecidos a investidores de varejo em ofertas públicas que não se encaixassem no conceito de UCITS, priorizando a comparabilidade entre os produtos oferecidos aos investidores de varejo e, portanto, propondo uma versão curta de documento de investimento a ser aplicável a todos os produtos considerados PRIIPs.

Um dos maiores pontos de debate quando da propositura dessa regulação mais abrangente foi o da possibilidade material de encaixar ativos mais complexos, como ações, nos mesmos modelos de documentos de investimento referentes a produtos com riscos e características distintos, como os fundos de investimento. A proposta de padronização, nesse caso, foi criticada em diversos momentos, como por Lachlan Burn em 2010, ainda na fase de discussão da norma dos PRIIPs, que considerava os fundos como alternativas muito menos complexas para o investidor de varejo do que as ações, o que faria essas últimas necessitarem de mais *disclosure*, conforme adiante:

“Em outras palavras, o investidor, quando coloca o seu dinheiro num UCITS, não tem que se preocupar com o próprio fundo. Tudo a ver com o capital financeiro do fundo, competência da gestão e a guarda

²⁴ Andrew Godwin, Ian Ramsay, Short-form disclosure documents—an empirical survey of six jurisdictions, *Capital Markets Law Journal*, Volume 11, Issue 2, April 2016, Pages 296–316, <https://doi.org/10.1093/cmlj/kmw002>. Acesso em 14 jul. 2019.

²⁵ Entre os de Austrália, Canada, União Europeia, Hong Kong, Nova Zelândia e Singapura.

²⁶ Tradução livre dos coautores para “Over the past decade, regulators worldwide have been reforming their disclosure regimes to simplify them, with most of the focus being on managed funds. In recent years, New Zealand, Australia, Hong Kong, Singapore, Canada and the EU have all introduced a form of shortened disclosure (often a summary) for types of managed funds” (WEAVER, Matt. *Who Has Time to Read It Anyway? Financial Markets Disclosure, Mum and Dad Investors and the Theory of an Efficient Market*. Dissertação de bacharelado, Outubro de 2017.)

dos ativos do fundo é monitorado pelas autoridades em nome do investidor. Tudo o que importa é o que o UCITS fará com o dinheiro. (...) como o portfólio é gerido, não há muito que se falar sobre os investimentos embaixo do fundo. O disclosure é focado mais no que os fundos podem fazer com o dinheiro. Em um sentido, o disclosure que leva ao investimento é mais sobre a natureza de um mandato limitado. O investidor está dizendo “eu te dou uma quantia de dinheiro, e você me disse que vai investi-lo em categorias particulares de investimento (como ações de uma região particular e com um rating mínimo particular.

Em contraste com uma nota corporativa estruturada. (...) Sua gestão [da corporação] não terá sido examinada do mesmo jeito que a gestão do UCITS. Essas diferenças deveriam produzir muito mais disclosure, se a decisão de compra do investidor deve ser devidamente informada.

Ainda mais contraste com um título de dívida corporativa ou ação tradicionais. Companhias de verdade, foram do escopo de algum UCITS ou regulação similar, com um conjunto complexo de ativos, passivos e riscos associados às suas extensas e complexas empresas. Nada pode ser tido como “lido” porque é provido pela legislação ou supervisionado por um regulador. Mais uma vez, muitas coisas para disclosure, se a decisão de investimento tiver que ser devidamente informada.”²⁷

As ações tradicionais ficaram fora da padronização imposta pelo PRIIP, em vigor desde o ano passado.

Weaver, em trabalho de 2017, já comentando sobre os casos americano, australiano e neozelandês, defende que o corte de algumas informações e as limitações da linguagem atécnica não coadunam com a tentativa de ter ativos cada vez melhores no mercado, pois dificultavam que o investidor profissional (aqui no sentido de não varejo) tenha acesso às informações que, esse sim, poderia usar para fazer os melhores investimentos. A crítica de Weaver refere-se especialmente às ações que, pela complexidade das informações ligadas a elas, ele considera impróprias para o investidor de varejo desaconselhado, como se vê:

“Uma solução mais radical para os problemas apresentados nesse paper poderia ser simplesmente banir o investidor de varejo de investir em títulos de participação, ou de investir sem consultoria. A conclusão dessa paper é que isso não é necessário (...)

²⁷ Tradução dos coautores para: *“In other words, the investor, when putting his money with a UCITS, does not have to worry about the UCITS itself. Everything to do with its financial capital, management competence and the safekeeping of its assets is monitored by the authorities on behalf of the investor. All that matters is what the UCITS will do with the money. (...)as the portfolio is managed—there is not much to say about the underlying investments themselves. The disclosure is focused more on what the UCITS can do with the money. In one sense, the disclosure that leads to the investment is more in the nature of a limited investment mandate. The investor is saying ‘I provide you with a sum of money, and you have told me that you will invest it in particular categories of investments (such as corporate bonds from a particular region and with a particular minimum investment rating)’. Contrast this with a structured corporate note. (...)Its management will not have been vetted in the same way as a UCITS management. These differences should produce much more disclosure, if the investor’s decision to buy is to be properly informed.*

Contrast further with a vanilla corporate bond or share. Real companies, outside the scope of any UCITS or similar regulation, with a complex array of assets, liabilities and risks associated with their extensive and complex businesses. Nothing can be taken as read, because it is provided for by legislation or overseen by a regulator. Again, a lot of things to disclose, if the investment decision is to be properly informed.” (Lachlan Burn, KISS, but tell all: short-form disclosure for retail investors, Capital Markets Law Journal, Volume 5, Issue 2, April 2010, Pages 141–168. Disponível em <https://doi.org/10.1093/cmlj/kmq001>. Acesso em 14 jul. 2019.)

Não obstante, investidores ainda podem confiar em intermediários com reputação, enquanto sem dúvida alguns investidores (como os mais sofisticados investidores de varejo) terão bases para concluir que a oferta de preço é justa, e outro serão profissionalmente aconselhados. (...)

Separadamente, tentativas deveriam também ser feitas em relação a educar investidores que, se esses querem investir de uma forma de baixa manutenção com pouco risco, investimentos em fundos geridos talvez sejam mais apropriados.²⁸

Em suma, permanece o paradoxo de como comunicar informações complexas de forma simples.

CAPÍTULO II: CONTEXTO NO BRASIL

O investidor de varejo no Brasil

A pesquisa “Raio X do Investidor” (2ª edição), realizada pela ANBIMA em 2018 e divulgada em 2019, mostra que 56% da população brasileira acredita que será sustentada apenas pelo governo (previdência social) quando chegar à aposentadoria, não obstante o movimento para mudança nas normas previdenciária, hoje em curso no Brasil. A pesquisa também concluiu que, embora os brasileiros digam se preocupar com a aposentadoria, não se movimentam no sentido de sanar essa preocupação. Entre aqueles que ainda não investem, 64% disseram pretender investir em 2019, desses, 5% para usar na velhice ou aposentadoria e outros 5% “para fazer mais investimentos”.

Quando se trata de aposentadoria, a pesquisa conclui:

“Os brasileiros que pretendem garantir o sustento com aplicações financeiras merecem outro olhar da indústria de investimentos. O foco deve ser a melhor alocação dos recursos, dado que, como foi percebido ao longo da pesquisa, a maior parte das pessoas aplica na poupança.

Como a aposentadoria é um objetivo de horizonte mais longo, os investimentos precisam ser pensados também dessa forma.”

Entre os brasileiros que investem em fundos de investimento, a maior parte mencionou o retorno como principal motivo por essa escolha (34%), seguido de “segurança/confiança” (22%). A Anbima destacou “Aconselhamento do gerente para diversificar a aplicação” como o motivo mais citado por aqueles que escolheram investir em fundos. Entre os que investem em ações, 62% mencionaram o retorno como principal

²⁸ Tradução livre dos coautores para “A more radical solution to the problems presented in this paper could be to simply ban retail investors from investing in equity securities, or from investing without advice. The contention of this paper is that this is not necessary.

However, investors can still rely on the reputational intermediaries, while undoubtedly some investors (such as the more sophisticated retail investors) will have a basis for concluding the offer price is fair, and others will be professionally advised.

Separately, attempts should also be made towards educating investors that if they wish to invest in a low maintenance manner with less risks, investments in managed funds may be more appropriate.” (WEAVER, Matt. Who Has Time to Read It Anyway? Financial Markets Disclosure, Mum and Dad Investors and the Theory of an Efficient Market. Dissertação de bacharelado, Outubro de 2017.)

motivo, e só 5% mencionaram “segurança/confiança”. A opção de “consultoria financeira” como motivo para investir em algum produto específico foi mais mencionada no caso das ações, com 8%.

Quando se trata de conhecimento em geral das formas de investimento, as conclusões mostram que o produto de investimento “fundos” é conhecido por 55% dos brasileiros quando da utilização de pergunta com resposta induzida, representando a quarta forma de investimento regulado²⁹ mais conhecida pelos brasileiros.

Já quando a pesquisa trata da “utilização” dos produtos de investimento, os fundos são ainda mais expressivos comparativamente, estando em terceiro lugar, embora com apenas 2% dos brasileiros utilizando essa forma de investimento. Entre os produtos regulados pela Comissão de Valores Mobiliários os fundos são o primeiro produto mais utilizado.

Busca-se mostrar, com os dados supracitados, não só que o brasileiro deveria estar preparado para poupar mais, com destaque para objetivos de longo prazo como a aposentadoria, como também que há bastante espaço para que o faça usando formas de investimento regulados, especialmente aquelas reguladas pela Comissão de Valores Mobiliários, que já são percebidas, por seus investidores, como tendo o retorno como suas características mais marcantes e, inclusive, já são conhecidas, embora pouco utilizadas. Hoje, o portfólio dos brasileiros que investem é composto majoritariamente de poupança, tendo em vista, principalmente, a comodidade, facilidade, segurança e confiança de investir nessa modalidade.³⁰

Nesse sentido, destacando que um dos objetivos da Comissão de Valores Mobiliários é o de estímulo à formação de poupanças e a sua aplicação em valores mobiliários e que, como visto, ainda não há entre os brasileiros um produto regulado pela CVM que esteja realmente popularizado, acredita-se que a CVM deveria testar novas iniciativas para atrair o investidor de varejo para os investimentos sob sua regulação, especialmente para os mais adequados ao público de varejo. Um primeiro passo nessa tentativa poderia ser melhorar, nos produtos regulados, exatamente as características pelas quais os investidores se sentem atraídos na caderneta de poupança: comodidade, facilidade, segurança e confiança.

Seria uma iniciativa especialmente importante já que, com o advento de cada vez mais formas de investimento não reguladas e que, portanto, se apresentam de forma muito simplificadas ao investidor, a exemplo das criptomoedas, essas estão ganhando mais espaço entre os investimentos dos brasileiros, ao apresentar uma noção de segurança que é incompatível com a falta de regulação sobre elas e sobre os *players* desses mercados. Apenas a título de exemplificação, a pesquisa da Anbima destacou a seguinte citação feita por investidores de moedas digitais “*Algo que é bem seguro e dá rentabilidade maior é a moeda digital*”. Para que as poupanças populares não sejam atraídas para investimentos com pouco controle institucional, fazendo crescer a possibilidade de um risco sistêmico no Brasil, considera-se fundamental que as formas de investimento reguladas se apresentem como uma opção cada vez mais alinhada com as necessidades do investidor de varejo.

²⁹ A pesquisa mostra “fundos” como o 8º produto de investimento mais conhecido no Brasil, mas considera imóveis, ouro, moedas estrangeiras e “em casa” como produtos de investimento, os quais desconsideramos para chegar a “fundos” como o 4º produto de investimento mais conhecido

³⁰ Motivos para investimento na poupança mais citados pelos investidores.

O fundo de investimento como principal produto para varejo, dentre os regulados pela CVM

Conforme demonstrado no primeiro capítulo, é bastante difícil, para o investidor de varejo médio, a tomada de decisão sobre seus investimentos, dificuldade essa que ainda se agrava quanto mais fatores tiverem que ser analisados sobre o investimento antes da tomada de decisão.

Quando se trata de investir em ações, por exemplo, uma boa carteira de investimento incluirá a necessidade de análise dos riscos das companhias, o entendimento das complexas regras para distribuição de dividendos pelas companhias, o acompanhamento de atas de reuniões de comitês da companhia, a leitura de diversos documentos contábeis e jurídicos, o acompanhamento de notícias do mercado sobre as companhias, entre outros. Ainda, será necessário fazer a diversificação do portfólio da carteira, o acompanhamento contínuo da flutuação do valor das ações adquiridas, bem como a verificação do correto recebimento dos dividendos, no mínimo. O tempo e *know how* necessário para a correta realização dessas atividades cria um *cost of thinking* quase insuportável para o investidor de varejo, sem aconselhamento profissional, que tenta tomar suas decisões de investimento com algum embasamento. Mesmo que os documentos de investimento apresentados pelas companhias tenham seu tamanho reduzido, em linha com os esforços de simplificação que estão sendo feitos ao redor do mundo, a natureza da informação continuará a ser bastante complexa, conforme defendem os acadêmicos citados no subtítulo “Desafios” deste trabalho.

Por outro lado, conforme defendido no mesmo subtítulo, fundos de investimento contam com mecanismos de proteção muito mais alinhados com as necessidades dos investidores de varejo. Seus prestadores de serviço são credenciados junto às autoridades regulatórias após exigente análise, bem como supervisionados; há redundância de controle e *gatekeepers*, além de auditoria independente; aos fundos é imposta regulação que define limites rígidos para investimentos por emissor e modalidade de ativos, bem como *disclosure* da política, estratégia e objetivo de investimento; o gestor de suas carteiras gerencia o risco de forma profissional, sendo incentivado a fazer a diversificação da carteira, e deve ter o conhecimento técnico necessário para tomar as decisões de investimento, além de ter de adotar mecanismos de *stop loss*. Essas características tornam o fundo um investimento bastante coerente com objetivos de médio a longo prazo, e exigem do investidor acompanhamento com periodicidade bastante inferior à de um investimento direto. Seus cotistas contam, em suma, com a oportunidade de acesso à prestação de serviços feita por profissionais de alto nível, muitas vezes os mesmos que atendem as carteiras voltadas aos investidores profissionais.

Todas essas características contribuem para que o investimento em cotas de fundo seja muito mais seguro para o investidor de varejo iniciante que as outras alternativas do mercado regulado pela CVM. Se todos esses mecanismos regulatórios estão em funcionamento, com os prestadores de serviços exercendo devidamente seus mandatos e um processo de *suitability* e distribuição sendo devidamente executado, o risco de perdas inesperadas de um investidor em específico passa a estar bastante mitigado, e o risco sistêmico passa a ser quase irrelevante.

Ainda, conforme bem citado por Lachlan Burn e já copiado na primeira parte desse trabalho, os documentos de investimento em fundos de investimento não precisam exprimir informações tão complexas. Enquanto nas ações é necessário descrever as características do ativo em si, nos fundos o *disclosure* é focado nas limitações do mandato do gestor. Nesse caso, não cabe ao cotista a análise dos ativos a serem investidos,

somente a procura por um fundo cujo mandato previsto em regulamento esteja alinhado com a natureza dos ativos nos quais o cotista queira investir.

Ressalte-se que, atualmente, a CVM já se envolve no fomento, através da simplificação, a outras modalidades de investimento, como crowdfunding, condo-hotel, COE e debêntures incentivadas. Exatamente por isso, optou-se por comentar sobre a possibilidade de simplificação de ativos mais tradicionais.

A atual situação das informações obrigatórias sobre os fundos de investimento

De acordo com a Instrução CVM nº 555/14, que estabelece o regime regulatório para fundos de investimento em geral, fundos de investimento abertos para público em geral deveriam ter os seguintes documentos lidos pelos cotistas antes da decisão de investimento: (i) lâmina de informações essenciais; (ii) termo de adesão ao regulamento e ciência de risco; e (iii) o próprio regulamento do fundo.

Os dois primeiros documentos citados são, até certo ponto, alinhados com o investidor de varejo médio. Embora não necessariamente sejam desenhados com linguagem amigável, ao menos têm sua extensão limitada. A lâmina é padronizada pela citada Instrução, carecendo apenas de preenchimento pelo prestador de serviço, embora seja um documento com extensão média – sete páginas³¹ -; já o termo de adesão ao regulamento e ciência de risco é, por força normativa, limitado ao tamanho máximo de cinco mil caracteres, e tem seu conteúdo mínimo prescrito na norma.

Já para o regulamento, embora a norma preveja um rol taxativo de informações que necessariamente devem constar no documento, esse não é padronizado, não há qualquer indicação de que sua linguagem deva ser amigável, e sua extensão não é limitada. Na prática, considerando a concentração no mercado de administradores fiduciários, esses documentos acabaram por ser padronizados de forma descentralizada pelo mercado, resultando em meia dúzia de formatos mais vistos no dia a dia do mercado.

Atualmente, os modelos de regulamento mais utilizados têm em torno de 20 páginas, muitas delas preenchidas quase que integralmente por cópia de grandes partes da própria Instrução citada. Além disso, são utilizadas muitas páginas para delineamento das responsabilidades dos prestadores de serviços, extensa descrição de fatores de risco e outros *disclaimers*. Tal como na situação dos documentos de investimento regulado em outras jurisdições, já citada, o medo dos prestadores de serviços de serem responsabilizados pelas informações contidas nos documentos obrigatórios fez com que esses documentos fossem sumariamente aumentados, em escrita jurídica, na tentativa de afastar riscos dos próprios prestadores, sem, contudo, qualquer tentativa perceptível de tornar a interpretação dessas informações realmente factível ao investidor.

Considera-se, portanto, que o regulamento dos fundos de investimento brasileiros é geralmente extenso e redundante, escrito em linguagem demasiadamente jurídica e técnica, com informação comunicada de forma pouco efetiva e *layout* não amigável, tornando difícil, inclusive, a comparação com os regulamentos de outros fundos. Em suma, criando um ambiente propício para que o investidor de varejo pouco habituado

³¹ Conforme modelo de Lâmina de Informações Essenciais correspondente ao anexo 42 da Instrução CVM nº 555/14.

não o leia ou tenha aversão a ele, conforme conclusões já mostradas, oriundas da área de finanças comportamentais.

Em exemplificação, o investidor possivelmente encontrará nos regulamentos padrão ao menos 15 linhas descrevendo o que é o risco de mercado externo, com a mesma generalidade que qualquer blog de economia faria, sem, contudo, indicar sobre como esse fator de risco está de fato relacionado ao portfólio do fundo que se analisa. Ao contrário de ajudar na decisão de investimento, sem que investidor entenda qual a probabilidade daquele risco se concretizar, é mais provável que essa exposição faça o investidor desistir de sua aplicação, percebendo o produto como mais arriscado do que realmente é.

Também a redundância de informação, especialmente a exposição de características padronizadas pela norma e cogentes³², em meio a informações específicas do produto, pode confundir o investidor iniciante sobre a natureza das informações apresentadas, se decorrente da legislação ou específicas do produto analisado; e, mesmo para o investidor com um pouco de conhecimento do mercado, dificulta a localização das informações específicas do produto que o ajudariam na comparação com outros produtos.

Assim, entende-se que a prática utilizada pelos participantes do mercado, de incluir excesso de informação e *disclaimers*, seja por hábito³³ ou na tentativa de afastar suas respectivas responsabilidades, é pouco efetiva, na medida em que a responsabilidade dos players já é definida nas normas da CVM, de modo que avisos e alertas no Regulamento em nada inovam ou alteram a responsabilidade definida pela regulação e autorregulação; por outro lado, há ainda o malefício de que o documento só fica maior e mais difícil de entender, afastando o investidor, especialmente o de varejo. Em conclusão, o regulamento do fundo, que deveria ser um documento desenhado para ilustrar os poderes concedidos pelos cotistas ao gestor e o administrador do fundo e identificação dos prestadores de serviços, com as devidas limitações e custos, foi subtraído de sua função, passando a ser, inclusive, contraproducente nesse sentido.

CAPÍTULO III: PROPOSIÇÃO

A proposta

Até esse ponto, buscou-se demonstrar: os movimentos ao redor do mundo para introduzir um novo conceito de *disclosure*, o *key disclosure*, de modo a tornar documentos de investimento mais acessíveis ao investidor de varejo; a pertinência de atrair os investidores de varejo para os produtos do mercado de capitais, no Brasil e no mundo; a função do fundo de investimento como um produto, dentre os regulados pela CVM, mais adequado ao investidor iniciante que tenha objetivos de médio a longo prazo, ajudando a reforçar a cultura de poupança; e os problemas do atual regime de documentos obrigatórios de investimento para um fundo aberto para investidores em geral, que siga a disciplina da Instrução CVM nº 555, especialmente seu regulamento.

³² São normas imperativas, também chamadas de normas de ordem pública ou normas cogentes. Essas normas imperativas formam a chamada de ordem interna pública ou ordem pública de primeiro grau. A imperatividade dessas normas impede que elas sejam afastadas em virtude da vontade das pessoas.

³³ Cabe lembrar que os regulamentos de fundos de investimento no Brasil têm sua origem no nascimento da indústria, nos idos da década de 1960, antes mesmo da criação da CVM. Naquele contexto, sem que houvesse uma norma de fundos, era imprescindível que o documento contemplasse todas as informações como competência de assembleia, encargos e outros.

O que se pretende com esse trabalho é, justificadamente, conforme questões postas acima, demonstrar a possibilidade de construir um regulamento de fundo de investimento 555 que seja mais atrativo para o investidor de varejo iniciante, respeitando todas as obrigações normativas atualmente em vigor. Tal regulamento simplificado pode servir como modelo para o mercado, ou mesmo justificar que a CVM passe, no futuro, a limitar o tamanho dos regulamentos de fundos para público em geral, e a prescrever algumas características que devem guiar a elaboração desses, corroborando com a comparabilidade entre os produtos.

Ressalte-se que, em paralelo à legislação internacional já mencionada, que concentrou esforços na simplificação dos prospectos, optou-se, no Brasil, por fazer tais sugestões no regulamento, tendo em vista ser esse o único documento de leitura obrigatória pelo cotista que ainda não tem nenhum mecanismo de limitação de tamanho, como já explicado na seção anterior. E, ainda, tendo em mente a peculiaridade da natureza condominial dos fundos brasileiros.

Não obstante, é importante que se note que este trabalho, humildemente, se põe como apenas uma primeira sugestão de alteração nos documentos de investimento no Brasil que, acredita-se, deve ser continuada pelos reguladores e autorreguladores brasileiros, seguindo a esteira da simplificação. Ao detalhar extensamente o contexto internacional e suas conquistas, buscou-se fomentar a ideia de que o *key disclosure* deve ser mais aplicado no contexto regulatório brasileiro, em todos os produtos regulados.

Apenas escolheu-se iniciar aqui esse movimento com o regulamento do fundo de investimento porque visava-se dar foco às necessidades do investidor cujo acesso a boas opções de investimento é mais difícil, e por que de fato acredita-se que os fundos de investimento são uma boa alternativa para sanar muitos dos desafios que o investidor leigo encontra ao tentar investir no mercado brasileiro. No limite, é possível que, com alteração normativa, possa ser feito até mesmo um documento único de investimento, abrangendo também as funções da lâmina e do termo de adesão, o que, acredita-se, seria ainda mais eficiente na cruzada por dar acessibilidade ao investidor.

Dessa forma, apresenta-se o que, para fins deste artigo, considera-se um modelo ideal de regulamento de fundo de investimento, através de comentários sobre como ele foi construído. Para construção desse modelo ideal foi escolhido um fundo de ações destinado a investidores em geral, com características específicas que não destoam muito daquelas dos produtos que existem atualmente no mercado. O anexo I corresponde ao modelo de regulamento básico, para versão impressa. O anexo II é constituído pelo mesmo modelo, mas em versão online, na qual seriam acessíveis ferramentas interativas, que serão descritas adiante. Nesse segundo anexo, optou-se por mostrar apenas alguns dos campos que poderiam ser abertos separadamente quando da utilização da versão interativa: (i) a definição de condomínio aberto; (ii) o artigo 132 da Instrução CVM nº 555/14; e (iii) a definição de risco de liquidez/concentração.

1. Comparabilidade

Conforme mencionado no primeiro capítulo deste trabalho, as conclusões de diversas instituições e especialistas são no sentido de que os documentos de investimento devem permitir ao investidor a comparação entre produtos. Nesse sentido, foram adotadas as seguintes medidas para melhorar a comparabilidade do regulamento:

Exclusão de informações que são padronizadas pela norma: No regulamento modelo, buscou-se eliminar todas os trechos que se apresentavam como simples cópia das normas da CVM, de forma a mitigar dúvidas sobre quais características são específicas do fundo de investimento (para ilustrar, partiu-se do pressuposto que, nesse “fundo modelo”, o quórum de aprovação para substituição do gestor é diferente do padrão normativo), e quais características vêm diretamente da norma e, portanto, serão padrão de todos os fundos (por exemplo, a lista taxativa de encargos).

Na busca por facilitar o acesso do investidor de varejo à norma, sugere-se, na versão online do regulamento, que seja adotado um documento interativo. Na seção “7. Informações Complementares” resta explicitado que, nas remissões à norma, um simples clique no texto destacado abrirá um balão de informação adicional em que consta o texto normativo, conforme exemplo feito na Seção 3, leva o leitor à lista taxativa de encargos da ICVM 555.

Colocação dos indicadores de classe e classificação de risco incluída na lâmina em lugares estratégicos: A classe do fundo fica em destaque, logo após o nome desse; e a classificação de risco atribuída ao fundo, que antes só tinha lugar na lâmina de informações essenciais, passa a compor a seção “6. Fatores de Risco e Outros Pontos de Atenção”, já ligada à descrição dos fatores de risco do fundo. A forma como os fatores de risco estão sendo apresentados, que ainda será discutida mais adiante também favorece a comparabilidade.

2. Atratividade da leitura

Para que o investidor, especialmente iniciante, entenda o que está sendo dito do regulamento e tenha facilidade em achar as informações das quais necessita, procurou-se tornar a leitura mais efetiva, agradável e ilustrada, através das seguintes medidas:

Linguagem curta e simples: Tentou-se reduzir as grandes frases a sentenças simples, de modo que a informação seja comunicada de forma mais rápida, sem perda do conteúdo. Por exemplo, em vez da adoção de uma cláusula que diga “O fundo de investimento terá prazo de duração indeterminado”, optou-se por manter somente um quadro “Prazo: Indeterminado”.

Balões de informação adicional: Buscando retirar informação padronizada, ou de conhecimento do investidor médio, do texto do regulamento, mas ainda assim informar o investidor iniciante sobre conceitos que são úteis ao entendimento do regulamento, ainda que não obrigatórios, optou-se por usar o sistema de balões de informação – o mesmo usado para menção aos artigos da norma -, que podem ser acessados com um clique sempre que o conceito estiver destacado. É o exemplo dado, logo no início da primeira página, com o conceito de condomínio “aberto”, conforme se pode observar no anexo II, que trata do regulamento em sua versão online, com interatividade.

Ordem: A ordem em que as informações são apresentadas segue a lógica do que se imagina que seja o fluxo decisório do investidor. Além disso, também foi considerada a relação das informações entre elas. Nesse sentido, o regulamento se inicia com as informações mais básicas do fundo (como público alvo e tipo de condomínio), como uma introdução; segue para a política de investimento, fator que se imagina seja o mais importante para a decisão de investimento; seguida do nome dos prestadores de serviços, pois espera-se que o investidor escolha o produto também pelo nível de confiança que tem nos prestadores de serviços; e

então as taxas, diretamente associadas aos prestadores mencionados no quadro anterior; regras de aplicação no fundo; regras de assembleia geral de cotistas; fatores de risco e informações complementares.

Limitação do tamanho: Quando do início desse trabalho, tinha-se em mente exatamente um regulamento de duas páginas, ideia cujo mérito foi confirmado após estudo da legislação estrangeira sobre *short form disclosure*, que geralmente limita os documentos a duas páginas, por mais que, na maior parte das jurisdições citadas como exemplo, o *short form disclosure* funcione apenas como resumo de um documento maior. No caso do regulamento do fundo, após a divulgação deste modelo de regulamento, acredita-se que fica provado que de fato duas páginas³⁴ são o tamanho necessário para comunicação da informação ao investidor de forma eficiente. Os maiores cortes em relação aos modelos tradicionais foram aqueles nos trechos que copiam as normas da CVM, explicam conceitos generalistas ou buscam limitar responsabilidades que, por norma, já estão limitadas; ou seja, informações que não auxiliam o cotista na decisão de investimento. Limitando o documento, também foi aberto espaço para que a informação realmente relevante para o cotista ganhe mais destaque.

Ilustrações visuais, design e cores: Não se tem dúvida de que a elaboração de um trabalho de design foi fundamental para o resultado final do regulamento modelo. Tal como previram Johnston, Tether e Tomlinson em seu trabalho, já mencionado no primeiro capítulo, buscou-se criar ilustrações visuais que contribuíssem para o entendimento das informações, a exemplo da linha do tempo de regras de movimentação (que, inclusive, obedece regras de proporção) e a escala de risco. Além disso, outros efeitos de design como criação de campos, arredondamento de bordas, inclusão de logotipos, cores e tamanhos de fonte foram usados para dar mais atenção às informações mais relevantes. Nesse trabalho, contou-se com o fundamental apoio da designer gráfica Lena Benzecry³⁵.

3. Apresentação da relação do risco

Conforme Godwin cita em seu trabalho:

“investidores de varejo entenderão a natureza e extensão do risco somente se (1) eles entenderem como o risco se apresenta em relação ao produto de investimento (por exemplo risco em contexto); e (2) se o produto e os riscos associados forem explicados em linguagem leiga (por exemplo, risco em linguagem leiga).”³⁶

Embora admita-se que riscos são especialmente difíceis de prever, mensurar e reduzir a números ou escalas, também a regulação da UCITS, já explicada, utiliza *rating* de risco numérico, de 1 a 7, que abranja todo o produto.

³⁴ Quando muito, três páginas no caso dos fundos da classe multimercado, que tendem a ter uma política de investimento mais extensa.

³⁵ <https://www.linkedin.com/in/lena-benzecry/>

³⁶ Tradução livre dos coautores para “retail investors will understand the nature and extent of risk only if (1) they understand how it arises in relation to the investment product (for example risk, in context); and (2) the product and the associated risks are explained in lay language (for example, risk in lay language)” (Godwin, Andrew, The Lehman Minibonds Crisis in Hong Kong: Lessons for Plain Language Risk Disclosure (May 31, 2010). UNSW Law Journal, Vol. 32, No. 2, 2009; U of Melbourne Legal Studies Research Paper No. 472. Disponível em SSRN: <https://ssrn.com/abstract=1618123>. Acesso em 14 jul. 2019.)

Nesse sentido, optou-se, nesse trabalho, por propor uma escala tão objetiva quanto possível, que mostre cada fator de risco em sua relação com o produto. Nessa linha, e usando uma escala de bolas, haverá mais risco (mais bolas) dependendo do quanto a carteira esteja exposta aquele fator de risco, e não quão “arriscado” é o risco.

Por exemplo, no regulamento modelo, o fundo tem seis bolas de risco em mercado acionário, tendo em vista ser esse o principal fator de risco da carteira, pois a política de investimento é, basicamente, investir em ações; embora de forma descorrelacionada com o IBOVESPA, o que justificou o não preenchimento da sétima escala. O risco de derivativos, por outro lado, que somente podem ser usados para proteção da carteira e não podem ser usados com alavancagem, fica classificado com apenas duas bolas.

Também considerando que riscos são eventos difíceis de serem explicados, e que não se quer dar ao cotista a ideia de que esses são tão perigosos quanto mais extensas forem as linhas necessárias a sua explicação, foram utilizados, no regulamento online, balões de informação adicional que descrevem o fator de risco em si, descrição essa que não diverge muito em conteúdo daquela já usada atualmente pelos prestadores de serviços no capítulo de fatores de risco dos regulamentos tradicionais.

Key disclosure também na delimitação do mandato nos regulamentos

Outra especificidade notada nos regulamentos de fundos brasileiros construídos de forma descentralizada pelo mercado foi a tendência desses regulamentos a uma super generalidade. Nas seções de objetivos, políticas e vedações, ou seja, naquelas destinadas a limitar o mandato do gestor, geralmente se observa que o mandato descrito é tão genérico e aberto quanto possível na norma, dificultando que o investidor entenda quais são as reais características e estratégias do produto. Em linha oposta, acredita-se que o *disclosure* passa também por definir mandatos mais específicos, que coloquem ao investidor a verdadeira estratégia que se pretende seguir, assim como a natureza dos ativos financeiros que irão compor a carteira, e, se for o caso do gestor mudar radicalmente tais estratégias e limites de composição, que essa mudança seja solicitada à Assembleia.

Ao exigir mandatos mais específicos e menos generalistas, poder-se-ia automaticamente exigir do gestor que ele não deixe de avaliar minimamente todos os mercados e tipos de ativos financeiros que optou por indicar na política de investimento do fundo para o qual presta seus serviços, o que parece estar mais alinhado com o adequado cumprimento de seu mandato.

COMO CONCLUSÃO, UMA CHAMADA AO MERCADO

Um dos pontapés para a elaboração deste trabalho foi o artigo “*Quem lê tanta informação?*”, publicado por Carlos Rebello, atual diretor da CVM³⁷, na Revista eletrônica da Capital Aberto em 19 de novembro de 2017, no qual era discutido, principalmente, o excesso de informação no mercado de ações. Diz-se pontapé porque a ideia de simplificação de algumas regulações do mercado de capitais como um todo já era antiga para os

³⁷ E servidor da Autarquia de 1978 a 2009, tendo estado também a frente da Diretoria de Regulação de Emissores da então BM&FBovespa (hoje B3).

autores, mas ver um chamado tão direto de um profissional reconhecido no mercado de capitais foi realmente um incentivo para ligar os computadores.

Atendendo ao chamado de Rebello, passou-se pela bibliografia utilizada pelo próprio e muitas outras, aprofundando e, especialmente, materializando as ideias lá expressadas, sem que fosse abandonado também o compromisso que se considera primordial: mitigar a falta de acesso a mecanismos de poupança que atinge grande porção dos brasileiros.

Assim, a ideia de começar a implantar o *key disclosure* nos fundos de investimento, e não nas ações – como conclamou Rebello -, se alinha com as experiências internacionais e a visão dos autores de que os fundos de investimento, especialmente aqueles com gestão ativa e profissional, possuem papel relevante como solução segura para o direcionamento de recursos de poupança de investidores de varejo.

Assim, todas essas ideias materializaram-se no que, se imagina, serviria melhor ao mercado: um regulamento de fundo destinado a investidor de varejo com apenas duas páginas e de leitura bastante simples. Afinal, procurou-se demonstrar – com um exemplo prático - que a simplificação é absolutamente possível, mesmo no atual contexto regulatório.

E agora, assim como o chamado de Rebello fez mover os autores, espera-se que este trabalho faça mover os participantes do mercado e seus reguladores e autorreguladores.

Aos prestadores de serviços, fica a tarefa de ter a ousadia necessária a qualquer movimento de saída do tradicional, para que voluntariamente adotem regulamentos mais curtos, nos moldes aqui propostos. Entende-se como natural algum receio nesse movimento, tal qual o visto nos prestadores de serviços de outras jurisdições, já que os prestadores de fato têm responsabilidade pelas informações contidas no regulamento e também fazem uso dele para contrapor eventuais questionamentos. Mas o que se defendeu aqui, e que Rebello também defendeu no artigo citado, é que o que está errado é o *disclosure* que se faz atualmente, pela sua falta de efetividade. Além disso, também se imagina que o primeiro administrador a voluntariamente simplificar os documentos de investimento dos fundos, seguindo o modelo ou algo próximo a ele, pode atrair mais investidores para seus produtos, o que faria com que outros fizessem o mesmo movimento.

Ainda mais relevante é a tarefa da CVM e dos autorreguladores em aproveitar o modelo de simplificação ora proposto. Uma boa alternativa inicial seria que a CVM referendasse, dando mais conforto aos prestadores de serviços aos fundos de investimento, a adoção de um documento desse tipo. Mas acredita-se que a função da CVM seja ainda mais extensa, de fomentar a simplificação em todos os outros documentos dos fundos de investimento, especialmente a lâmina que, já há um tempo, tem campos bastante desatualizados. Quiçá, também de investir em pesquisa para dar maior acessibilidade dos documentos de investimento e informações relacionadas às companhias abertas, seguindo a lógica do *key disclosure*.

Em suma, são trabalhos para mais de quatro mãos, mas a receita está posta: se o regulador realmente quer popularizar o mercado de capitais, a palavra chave é simplificação.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

Godwin, Andrew, The Lehman Minibonds Crisis in Hong Kong: Lessons for Plain Language Risk Disclosure (May 31, 2010). UNSW Law Journal, Vol. 32, No. 2, 2009; U of Melbourne Legal Studies Research Paper No. 472. Disponível em SSRN: <https://ssrn.com/abstract=1618123>. Acesso em 14 jul. 2019.

Andrew Godwin, Ian Ramsay, Financial products and short-form disclosure documents: a comparative analysis of six jurisdictions, *Capital Markets Law Journal*, Volume 10, Issue 2, April 2015, Pages 212–238, <https://doi.org/10.1093/cmlj/kmv018>. Acesso em 14 jul. 2019.

Andrew Godwin, Ian Ramsay, Short-form disclosure documents—an empirical survey of six jurisdictions, *Capital Markets Law Journal*, Volume 11, Issue 2, April 2016, Pages 296–316, <https://doi.org/10.1093/cmlj/kmw002>. Acesso em 14 jul. 2019.

Pesquisa “Raio X do Investidor” (2ª edição), realizada pela ANBIMA em 2018 e divulgada em 2019.

WEAVER, Matt. Who Has Time to Read It Anyway? Financial Markets Disclosure, Mum and Dad Investors and the Theory of an Efficient Market. Dissertação de bacharelado, Outubro de 2017.

Johnston, Kristy, Christine Tether, and Ashley Tomlinson. 2015. Financial product disclosure insights from behavioural economics. Disponível em <http://www.mbie.govt.nz/publications-research/publications/economic-development/2015-occasional-papers/Financial%20product%20disclosure%20insights%20from%20behavioural%20economics.pdf>. Acesso em 14 jul. 2019

Lachlan Burn, KISS, but tell all: short-form disclosure for retail investors, *Capital Markets Law Journal*, Volume 5, Issue 2, April 2010, Pages 141–168. Disponível em <https://doi.org/10.1093/cmlj/kmq001>. Acesso em 14 jul. 2019.

TAN, Petrina. An Examination of the Retail Investor Protection Framework in Malaysia. 5 de maio de 2015. CBFL-WP-PT01. Disponível em https://law.nus.edu.sg/cbfl/pdfs/working_papers/CBFL-WP-PT01.pdf. Acesso em 14 jul. 2019.

Fear, Josh. & Australia Institute. (2008). Choice overload : Australians coping with financial decisions. Canberra : The Australia Institute. Disponível em <<http://www.tai.org.au/documents/downloads/DP99.pdf>>. Acesso em 14 jul. 2019.

AKERLOF, George A.. The Market For “Lemons”: Quality Uncertainty And The Market Mechanism. Editor(S): Peter Diamond, Michael Rothschild, *Uncertainty in Economics*, Academic Press, 1978, pages 235-251, ISBN 9780122148507. Disponível em <https://doi.org/10.1016/B978-0-12-214850-7.50022-X>. Acesso em 14 jul. 2019.

FORGIONI, Paula A.. Análise Econômica do Direito: Paranóia ou Mistificação? Publicação na RTRF3R nº 77, maio/junho 2006, págs. 35/61.

BRASIL. Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976. Dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. Diário Oficial da União, Brasília, DF, 09 dez. 1976. p. 16037.

BRASIL. Instrução da Comissão de Valores Mobiliários nº 555, de 17 de dezembro de 2014. Dispõe sobre a constituição, a administração, o funcionamento e a divulgação das informações dos fundos de investimento. Comissão de Valores Mobiliários. Diário Oficial da União, Brasília, DF, 23 dez. 2014.

REBELLO, Carlos. Quem lê tanta informação? **Capital Aberto**, 19 nov. 2017. Disponível em <<https://capitalaberto.com.br/temas/companhias-abertas-temas/quem-le-tanta-informacao/>>. Acesso em 15 jul. 2019.

Cain, Daylian M. and Loewenstein, George F. and Moore, Don A., The Dirt on Coming Clean: Perverse Effects of Disclosing Conflicts of Interest (December 1, 2003). Disponível em <https://ssrn.com/abstract=480121> e <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.480121>. Acesso em 15 jul. 2019.

Paredes, Troy A., Blinded by the Light: Information Overload and its Consequences for Securities Regulation (June 1, 2003). Washington University Law Quarterly, Forthcoming. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=413180> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.413180>. Acesso em 15 jul. 2019.

Beshears J, Choi J, Laibson D, Madrian BC. How Does Simplified Disclosure Affect Individuals' Mutual Fund Choices? [Internet]. In: Wise DA Explorations in the Economics of Aging. University of Chicago Press; 2010 p. 75-96. Disponível em: <https://scholar.harvard.edu/laibson/publications/how-does-simplified-disclosure-affect-individuals-mutual-fund-choices>. Acesso em 15 jul. 2019.

ANEXO I:
MODELO DE REGULAMENTO PARA IMPRESSÃO

As transações serão efetivadas e o valor da cota em vigor calculado no momento de disponibilidade dos recursos na conta corrente do FUNDO.

Suspensão de novas aplicações a qualquer momento a critério do Administrador, mediante comunicado aos distribuidores.

Fechamento excepcional para resgate: Art. 39, caput e §§1º e 2º da ICVM 555.

5. ASSEMBLEIA GERAL DE COTISTAS

Convocação	Quorum de Instalação	Voto Eletrônico	Voto Mediante Consulta	Quem pode votar
10 dias de antecedência Artigo 67 da ICVM 555	Não há mínimo Artigo 70 da ICVM 555	Conforme regras na convocação. Artigo 72 da ICVM 555	Conforme regras na convocação. Artigo 71 da ICVM 555	Cotista na data da convocação, conforme Artigos 75 e 76 da ICVM 555

Quorum de Deliberação: maioria simples dos presentes conforme Artigos 45, 66, 71 e 75 da ICVM 555
Exceção: a substituição do GESTOR depende de metade mais uma das cotas emitidas.

1

6. FATORES DE RISCO E OUTROS PONTOS DE ATENÇÃO

1 2 3 4 5

Fatores de Risco	Escala de Presença do Risco no Produto
Mercado Acionário	
Crédito / Contraparte	
Liquidez / Concentração	
Mercado (Taxa de Juros, Câmbio ou Bolsa de Valores)	
Mercado Externo	
Mercado de Derivativos	
Operacional	

Os investimentos no FUNDO não contam com a garantia do FGC. O desempenho do FUNDO pode apresentar pouca correlação com as flutuações do mercado se comparado ao IBOVESPA.

Os serviços de administração, em especial a gestão da carteira, são prestados ao FUNDO em regime de melhores esforços, e como obrigação de meio, pelo que o GESTOR não garante qualquer nível de resultado ou desempenho dos investimentos do cotistas no FUNDO. Como prestador de serviços de administração ao FUNDO, o ADMINISTRADOR e o GESTOR não serão, sob qualquer forma, responsáveis por qualquer erro de julgamento ou por qualquer perda sofrida pelo FUNDO, com exceção das hipóteses de comprovada culpa, dolo ou má-fé.

7. INFORMAÇÕES COMPLEMENTARES

Foro para solução de conflitos: Fica eleito o Foro Central da Comarca da Capital do Estado do Rio de Janeiro.

NÃO foram identificados conflitos entre os prestadores de serviços e o Fundo.

Manuais e políticas do GESTOR, inclusive política de voto, disponíveis em: www.MARCAASSET.com.br/políticas

ICVM 555 refere-se à [Instrução CVM 555](#) de 17/12/2014 que regula os fundos de investimento, a qual deve ser consultada para possibilitar o completo entendimento deste Regulamento, em especial quando remetido ao artigo da ICVM 555. Todas as menções ao artigo da norma indicam que o Fundo segue ao padrão vigente para todo e qualquer fundo de investimento da mesma classe.

Todos os rendimentos advindos de ativos que integrem a carteira do Fundo serão incorporadas ao patrimônio líquido ("PL")

Na versão online do presente regulamento, os [termos e expressões realçados](#) permitem acesso rápido ao conceito ou conteúdo extraordinário, para melhor entendimento das referidas disposições.

Regulamento em vigor a partir de XX/XX/XXXX

ANEXO II:

MODELO DE REGULAMENTO ONLINE COM EXEMPLOS DE INTERATIVIDADE



Segundo a ICVM 555, aquele em que os cotistas podem solicitar o resgate de suas cotas, nas condições do regulamento.

CNPJ: XX.XXX.XXX/0001-X

Público Alvo Investidor em Geral	Condomínio Aberto	Prazo Indeterminado	Acesso à Documentação Obrigatória Eletrônico pelo site: www.MARCAASSET.com.br (Artigo 10, §2º ICVM 555) Serviço de Atendimento ao Cotista: sac@xyz.com.br / TEL: 2222-3333	Término Exercício Social 31 de dezembro
--	-----------------------------	-------------------------------	--	---

1. POLÍTICA DE INVESTIMENTO

OBJETIVO: Diversificação entre os ativos de renda variável, visando ganhos a longo prazo.**Estratégia de Gestão:** Ativa, não atrelada a índices, visando capturar distorções de preço dos ativos em bolsa.

Limites por Modalidade de Ativo		Limites por Emissor	
Natureza do Ativo	Limite do PL	Natureza do Emissor	Limite do PL
Ações admitidas à negociação em mercado organizado; bônus ou recibos de subscrição e certificados de depósito de ações admitidas à negociação em mercado organizado; contas de fundos de ações e cotas de fundos de índice de ações negociadas em mercado organizado; Brazilian Depository Receipts classificados como nível II e III, sem limite de concentração por emissor.	Mínimo 67%	Companhia Aberta e Fundos de Ações	100% <i>(o fundo pode estar exposto a significativa concentração em ativos de poucos emissores, com os riscos daí decorrentes).</i>
Títulos públicos de emissão do Tesouro Nacional ou do Banco Central do Brasil e títulos pré-fixados ou pós-fixados emitidos por instituição financeira.	33%	Emissor de Risco Soberano	33%
Empréstimo de ações somente como doador, limitadas ao total do ativo financeiro na carteira do FUNDO, desde que cursadas em bolsa.	100%	Instituição Financeira	20%
Operações compromissadas.	33%	Outras Operações: Derivativos para proteção da carteira. É vedado o investimento em títulos ou valores mobiliários de emissão do ADMINISTRADOR, do GESTOR ou de empresas a esses ligadas.	
Ativos negociados no exterior da mesma natureza dos supracitados	20%		

2. PRESTADORES DE SERVIÇOS

Gestor da Carteira [MARCA] GESTÃO DE INVESTIMENTOS LTDA. (ato declaratório CVM XXXX/XX) CNPJ XX.XXX.XXX/0001-X	Administrador Fiduciário XYZ DTVM S/A (ato declaratório CVM XXXX/XX) CNPJ XX.XXX.XXX/0001-X	Custódia Qualificada XYZ DTVM S/A	Distribuição Instituições contratadas conforme lista disponível junto à documentação obrigatória.

LOGO

LOGO

LOGO

3. TAXAS E OUTROS ENCARGOS DE RESPONSABILIDADE DO FUNDO

Taxa de Administração Mínima: 2,0% A.A. Máxima: 2,5% A.A.	Taxa de Performance: 20% do que exceder o Benchmark			Taxa de Entrada Não há	Taxa de Saída Não há	Taxa Máxima de Custódia 0,1 A.A
	Benchmark 100% do IBOVESPA	Cobrança Semestral (com marca d'água)	Método Passivo (Artigo 87 da ICVM 555)			

Outros: Lista taxativa do [Artigo 132 da ICVM 555](#).

4. REGRAS DE MOVIMENTAÇÃO

<p>I – taxas, impostos ou contribuições federais, estaduais, municipais ou autárquicas, que recaiam ou venham a recair sobre os bens, direitos e obrigações do fundo;</p> <p>II – despesas com o registro de documentos em cartório, impressão, expedição e publicação de relatórios e informações periódicas previstas nesta Instrução;</p> <p>III – despesas com correspondências de interesse do fundo, inclusive comunicações aos cotistas; manutenção do investimento;</p> <p>IV – honorários e despesas do auditor independente;</p> <p>V – emolumentos e comissões pagas por operações do fundo;</p> <p>VI – honorários de advogado, custas e despesas processuais correlatas, incorridas em razão de defesa dos interesses do fundo, em juízo ou fora dele, inclusive o valor da condenação imputada ao fundo, se for o caso;</p> <p>VII – 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;</p>	<p>VIII – despesas relacionadas, direta ou indiretamente, ao exercício de direito de voto decorrente de ativos financeiros do fundo;</p> <p>IX – despesas com liquidação, registro, e custódia de operações com títulos e valores mobiliários, ativos financeiros e modalidades operacionais;</p> <p>X – despesas com fechamento de câmbio, vinculadas às suas operações ou com certificados ou recibos de depósito de valores mobiliários;</p> <p>XI – no caso de fundo fechado, a contribuição anual devida às bolsas de valores ou às entidades do mercado organizado em que o fundo tenha suas cotas admitidas à negociação;</p> <p>XII – as taxas de administração e de performance;</p> <p>XIII – os montantes devidos a fundos investidores na hipótese de acordo de remuneração com base na taxa de administração e/ou performance, observado ainda o disposto no art. 85, § 8º; e</p> <p>XIV – honorários e despesas relacionadas à atividade de formador de mercado;</p>
---	---

As transações serão efetivadas e o valor da cota em vigor calculado no momento de disponibilidade dos recursos na conta corrente do FUNDO.

Suspensão de novas aplicações a qualquer momento a critério do Administrador, mediante comunicado aos distribuidores.

Fechamento excepcional para resgate: Art. 39, caput e §§1º e 2º da ICVM 555.

5. ASSEMBLEIA GERAL DE COTISTAS

Convocação	Quorum de Instalação	Voto Eletrônico	Voto Mediante Consulta	Quem pode votar
10 dias de antecedência Artigo 67 da ICVM 555	Não há mínimo Artigo 70 da ICVM 555	Conforme regras na convocação. Artigo 72 da ICVM 555	Conforme regras na convocação. Artigo 71 da ICVM 555	Cotista na data da convocação, conforme Artigos 75 e 76 da ICVM 555

Quorum de Deliberação: maioria simples dos presentes conforme Artigos 45, 66, 71 e 75 da ICVM 555
Exceção: a substituição do GESTOR depende de metade mais uma das cotas emitidas.

6. FATORES DE RISCO E OUTROS PONTOS DE ATENÇÃO

	1	2	3	4	5
Fatores de Risco					
Mercado Acionário					
Crédito / Contraparte					
Liquidez / Concentração					
Mercado (Taxa de Juros, Câmbio ou Bolsa de Valores)					
Mercado Externo					
Mercado de Derivativos					
Operacional					

Fatores de Risco de Liquidez e de Concentração:
O risco de liquidez caracteriza-se pela baixa ou mesmo falta de demanda pelos ativos financeiros integrantes da carteira do FUNDO. Neste caso, o FUNDO pode não estar apto a efetuar, dentro do prazo máximo estabelecido neste Regulamento e na regulamentação em vigor, pagamentos relativos a resgates de cotas do FUNDO, quando solicitados pelos cotistas. Este cenário pode se dar em função da falta de liquidez dos mercados nos quais os valores mobiliários integrantes da Carteira são negociados ou de outras condições atípicas de mercado.
A possibilidade de concentração da carteira em ativos financeiros de um mesmo emissor, ou de poucos emissores, agrava o risco de liquidez do FUNDO. Alterações da condição financeira de um emissor, alterações na expectativa de desempenho/ resultados deste e da capacidade competitiva do setor investido podem, isolada ou cumulativamente, afetar adversamente o preço e/ou rendimento dos ativos financeiros da carteira do FUNDO, tendo maior impacto na carteira do FUNDO quanto mais concentrada nesse emissor estiver a carteira.

Os investimentos no FUNDO não contam com a garantia do FGC. O desempenho do FUNDO pode apresentar pouca correlação com as flutuações do mercado se comparado ao IBOVESPA.

Os serviços de administração, em especial a gestão da carteira, são prestados ao FUNDO em regime de melhores esforços, e como obrigação de meio, pelo que o GESTOR não garante qualquer nível de resultado ou desempenho dos investimentos do cotistas no FUNDO. Como prestador de serviços de administração ao FUNDO, o ADMINISTRADOR e o GESTOR não serão, sob qualquer forma, responsáveis por qualquer erro de julgamento ou por qualquer perda sofrida pelo FUNDO, com exceção das hipóteses de comprovada culpa, dolo ou má-fé.

7. INFORMAÇÕES COMPLEMENTARES

Foro para solução de conflitos: Fica eleito o Foro Central da Comarca da Capital do Estado do Rio de Janeiro.

NÃO foram identificados conflitos entre os prestadores de serviços e o Fundo.

Manuais e políticas do GESTOR, inclusive política de voto, disponíveis em: www.MARCAASSET.com.br/políticas

ICVM 555 refere-se à [Instrução CVM 555](#) de 17/12/2014 que regula os fundos de investimento, a qual deve ser consultada para possibilitar o completo entendimento deste Regulamento, em especial quando remetido ao artigo da ICVM 555. Todas as menções ao artigo da norma indicam que o Fundo segue ao padrão vigente para todo e qualquer fundo de investimento da mesma classe.

Todos os rendimentos advindos de ativos que integrem a carteira do Fundo serão incorporadas ao patrimônio líquido ("PL")

Na versão online do presente regulamento, os [termos e expressões realçados](#) permitem acesso rápido ao conceito ou conteúdo extraordinário, para melhor entendimento das referidas disposições.

Regulamento em vigor a partir de XX/XX/XXXX



ANEXO B

FUNDO DE INVESTIMENTO “ARRISCANDO A PELE DO GESTOR”

Porta de entrada para a gestão independente de recursos de terceiros,
com estrutura simplificada e segurança ao investidor:
uma proposta baseada na obra de Nassim Nicholas Taleb

15/07/2019

“Não é apenas o fato de que se arriscar é necessário para promover a justiça, alcançar a eficiência comercial e um melhor gerenciamento de risco: dar a cara a tapa é essencial para entender o mundo.”

Nassim Nicholas Taleb (2018, pg.12)

“Não me diga o que você ‘pensa’, apenas me diga o que está em seu portfólio.”

Taleb (2018, pg.12)

“Arriscar a própria pele mantém a soberba humana sob controle.”

Taleb (2018, pg.27)

RESUMO

O objetivo do presente artigo é demonstrar que podem haver descontos regulatórios para um determinado grupo de gestores de fundos de investimento, desde que associado ao fato de que parcela relevante dos recursos sob gestão seja composto de capital próprio dos sócios e diretores da sociedade gestora, ou mesmo dessa última. A proposta ora apresentada visa mitigar tanto a burocratização quanto o custo regulatório para as instituições de menor porte do setor, mantendo um grau de risco reduzido e grande alinhamento de interesse com a equipe de gestão. Essa contribuiria, ainda, para a presença de mais gestores e maior pulverização das aplicações dos investidores, outro fator de redução de risco. Os descontos regulatórios ora previstos são bastante importantes para estruturas menores, especialmente diante do aumento relevante da estrutura mínima para a criação e manutenção de uma sociedade gestora de recursos de terceiros, e reduziriam também o gasto de energia com atividade meio, gerando eficiência na atividade fim. O foco seria a gestão dos fundos de investimento “arriscando a pele do gestor”, ou “APG”, que tendem a apresentar, na prática, um potencial de exposição de risco mais reduzido ou, no mínimo, um gerenciamento de risco eficiente, na medida em que toda e qualquer perda passaria a ser sentida também por sócios e diretores da gestora em seu patrimônio pessoal (na própria pele)¹, sendo que o resgate de tais recursos estaria condicionado à manutenção de um patamar mínimo de recursos próprios, sob pena de se resgatar compulsoriamente o mesmo percentual de todos os investidores do fundo em questão.

¹ Taleb chama a atenção, em sua obra que serviu de inspiração para o presente trabalho, para “*Não confunda arriscar a própria pele (...) com um mero problema de incentivo, tendo apenas uma parcela dos benefícios (o que é um entendimento comum nas finanças). Não. Trata-se de simetria, só que mais no sentido de arcar com parte do dano, pagando um preço se algo der errado.*”¹ TALEB, Nassim Nicholas. **Arriscando a própria pele: assimetrias ocultas no cotidiano.** Rio de Janeiro: Objetiva, 2018, página 13.

ABSTRACT:

The purpose of this article is to demonstrate that there may be regulatory discounts for a specific group of investment fund managers, provided that it is associated with the fact that a relevant portion of the funds under management is composed of the shareholders 'and directors' equity, or even that last one. The proposal now presented aims to mitigate both bureaucratization and the regulatory cost for the smallest institutions in the sector, maintaining a low degree of risk and great alignment of interest with the management team. This would also contribute to the presence of more assets management and greater dispersion of investor applications, another factor in reducing risk. The regulatory discounts now foreseen are quite important for smaller structures, especially in view of the relevant increase in the minimum structure for the creation and maintenance of a third-party asset management company, and would also reduce energy expenditure with middle activity, generating efficiency in the end activity . The focus would be the management of investment funds “risking the manager's skin”, or “APG”, which tend to present, in practice, a lower risk exposure potential or, at least, an efficient risk management, in to the extent that any and all losses would also be felt by partners and directors of the manager in their personal assets (in their own skin), and the redemption of such resources would be conditioned to the maintenance of a minimum level of own resources, under penalty of compulsorily redeem the same percentage of all investors in the fund in question.

Palavras Chave: Fundos de Investimento, Regulação, Pele em Risco, Gestão de recursos de terceiros, Nassim Nicholas Taleb.

Keyword: Investment Funds; Regulation; Skin in the Game; Asset Management; Nassim Nicholas Taleb.

I. Introdução

Não há dúvidas que nas últimas 2 décadas a indústria de fundos de investimento no Brasil despontou. O volume de recursos sob gestão alcançou, recentemente, a marca de 5 trilhões de reais². A quantidade de fundos de investimento registrados perante a Comissão de Valores Mobiliários – CVM já superou a marca de 17 mil³. Por último, o total de habilitados para o desempenho da atividade de gestão de recursos de terceiros⁴, segundo o Cadastro Geral da CVM, chega a mais de 3 mil regulados entre pessoas físicas e jurídicas.

Curioso notar que também foi ao longo das últimas 2 décadas que se consolidou o conceito da administração fiduciária do fundo de investimento como algo descolado da gestão da carteira e, mais recentemente, o aumento da oferta de produtos cuja gestão da carteira é dissociada de um conglomerado econômico responsável pela captação dos recursos, em especial com o lançamento e propagação de diversas plataformas “abertas” de investimento⁵.

Também é possível afirmar que a gestão profissional de recursos de terceiros no Brasil, especialmente via fundos de investimento, mostrou-se resiliente e segura nesse período, na medida em que passou por algumas crises e instabilidades⁶ relevantes no contexto mundial e, ainda, o período recessivo local, pós 2014, continuando seu processo de crescimento e

² https://www.anbima.com.br/pt_br/noticias/industria-de-fundos-alcanca-r-5-trilhoes-de-patrimonio-liquido.htm

³ <http://www.cvm.gov.br/noticias/arquivos/2019/20190131-1.html>

⁴ Em pesquisa na Central de Sistemas/Cadastro Geral, filtrando por administradores de carteiras são listados 3803 participantes, entre pessoas físicas e jurídicas.

⁵ A exemplo de XP, ÓRAMA, GENIAL, GUIDE, MODALMAIS, EASYINVEST, PI dentre outras.

⁶ Em 1997, a Crise dos Gigantes Asiáticos; em 1998, a Crise do Rublo na Rússia; em 2000, a Crise do ‘Pontocom’; em 2001, o incidente com as Torres Gêmeas – 11 de setembro; em 2002, a Crise Argentina; em 2008-2009, a Grande Recessão nos EUA; e em 2009-2010, a Crise da Dívida na Europa (especialmente na Grécia) – fonte EXAME;

consolidação, sem perda de credibilidade, mesmo na vigência dos marcos regulatórios anteriores.

Paralelamente ao crescimento quantitativo, e não obstante a resiliência já mencionada do setor, ocorreu também uma elevação substancial da regulação, especialmente quando da edição dos dois últimos e mais importantes marcos regulatórios: no que tange à regulação dos fundos de investimento, a Instrução CVM nº 555 de 17/12/14⁷; e, em relação à atividade de gestão de recursos de terceiros, a Instrução CVM nº 558 de 26/03/15⁸.

De certa forma, questiona-se se o enrijecimento da regulação realmente faz sentido quando se observa o passado satisfatório das gestoras no Brasil. Mesmo assim, de modo a evitar um longo embate e debate sobre quais regras, estruturas e processos exigidos em norma são efetivos ou não na mitigação de riscos da atividade de gestão e na proteção do investidor, o presente trabalho não pretende analisar e discutir a conveniência ou efetividade de cada um dos dispositivos normativos aplicáveis às gestoras de recursos, nem advoga por um “passo atrás” na norma.

Na verdade, propõe-se aqui uma ideia totalmente diferente: a criação de uma subcategoria de gestor de recursos de terceiros pessoa jurídica que, por seguir estritos requisitos específicos, seja recompensado com uma regulação menos onerosa, que diminua custos de observância. A ideia envolve adicionar um mecanismo simples e eficiente de controle de risco. Tal mecanismo passaria pela demonstração de que os gestores estão “arriscando a própria pele”, isto é, seus próprios recursos.

⁷ Que revogou e substituiu a Instrução CVM nº 409 de 18/08/2004.

⁸ Que revogou e substituiu a Instrução CVM nº 306 de 05/05/1999.

A base teórica e inspiração para a proposta colocada, como apontado no título, é a obra “Arriscando a Própria Pele – Assimetrias Ocultas no Cotidiano⁹”, de autoria de Nassim Nicholas Taleb¹⁰.

É, portanto, nesse ambiente, que se constrói a proposta de criação das gestoras e fundos de investimento “APG”, com as diretrizes que serão exploradas neste trabalho. Estar correndo risco com recursos próprios é uma vantagem para o sistema como um todo que Taleb destacou na indústria de hedge funds:

“No descentralizado espaço dos fundos hedge, por outro lado, os proprietários-operadores têm pelo menos metade do seu patrimônio líquido nos fundos, o que os torna relativamente mais expostos do que qualquer um de seus clientes, e eles afundam com o navio.” Taleb (2018, pg. 25)

Aliás, Taleb comenta que pós crise de 2008 houve esforços da administração Obama para regular os investimentos de alto risco, o que acabou deslocando o mercado “...na direção de pequenas estruturas independentes conhecidas como os fundos de hedge. A mudança ocorreu por conta principalmente da excessiva burocratização, a medida que funcionários (cuja ideia e trabalho é principalmente exigir carimbos em papéis) fazem imperar a dificuldade e a morosidade em função do excesso de documentação e intermediários envolvidos na resolução dos processos.” Taleb (2018, pg. 24)

⁹ TALEB, Nassim Nicholas. **Arriscando a própria pele**: assimetrias ocultas no cotidiano. Rio de Janeiro: Objetiva, 2018

¹⁰ “Nassim Nicholas Taleb é um libanês-americano muito influente no mercado financeiro e suas ideias possuem grande reconhecimento pelos participantes do mercado de capitais. Ele é conhecido por seu trabalho em problemas de aleatoriedade, probabilidade e incerteza, principalmente no mercado financeiro.” Fonte: Suno Research em <https://www.sunoresearch.com.br/artigos/nassim-taleb/>

Ocorre que no mercado estadunidense existem duas indústrias, a de fundos mútuos, bastante regulados pelas autoridades locais, e a que cresceu como efeito colateral do aperto da norma, a de *hedge funds*. Esses últimos saíram de um volume sob gestão de menos de US\$ 1,5 trilhões em 2008 para em 2018 já superarem a marca de US\$ 3 trilhões¹¹.

Já no mercado brasileiro, todos os fundos de investimento estão sob regulação da CVM. Não há dúvidas de que isso é bastante salutar, mas o ponto que se pretende debater é quem está apto a gerir tais fundos e com qual estrutura mínima, para que a regulação não seja limitadora da atividade para profissionais qualificados, mesmo que inseridos em estruturas menores.

Ainda na indústria local, outro fator contemporâneo a ser considerado para permitir uma maior diversificação de modelos de negócio na gestão de fundos de investimento é a revolução das plataformas eletrônicas na ponta da captação. Os intermediários já chegam a ficar com metade das taxas cobradas pelos fundos de investimento¹², o que para fundos e carteiras já consolidadas não é um problema, pois tratam-se de recursos adicionais em uma atividade claramente exponencial. Já nas gestoras pequenas e novos entrantes, até um determinado patamar de recursos sob gestão, não só há dificuldade de acesso às plataformas, como toda a taxa de administração é consumida para financiar a estrutura mínima, inclusive a que teve de ser mantida entre o início do projeto e a efetiva superação das barreiras de habilitação, adesão a autorregulação, busca dos prestadores de serviços parceiros e formação do *track record* inicial.

¹¹ Fonte: <http://www.hedgefundmarketing.org/hedge-fund-assets-under-management-reach-new-high/>

¹² Os intermediários são os vendedores para o investidor final não só de cotas de fundos de investimento, mas de outros produtos. Em que pesem não poderem dar recomendações, tais instituições conseguem direcionar o apetite do mercado através de metas à equipe interna e externa; presença em sites e veículos de “mídia/informação” e, portanto, se a lua de mel com os gestores acabar, podemos ter impactos relevantes no setor.

Se afigura, assim, mais um motivo para que se permita a convivência de dois modelos regulatórios paralelos. Nas palavras de Taleb: *“Você jamais convencerá completamente uma pessoa de que ela está errada; somente a realidade é capaz disso”*. Taleb (2018, pg. 25) Não se deve, nem é necessário, aguardar para saber se haverá ou não um estrangulamento da gestão independente por parte dos intermediários no futuro ou uma consolidação exagerada no setor devido aos custos de observância, melhor seria que já se trabalhasse em modelos de regulação alternativos.

Assim, com os marcos regulatórios da gestão e dos fundos citados, que trouxeram inegáveis e relevantes avanços, mas acompanhados do aumento substancial do investimento e tempo necessários para criação e manutenção de uma gestora de recursos, construir uma alternativa para o exercício da atividade com maior simplicidade pode ser muito saudável.

Ademais, a autorregulação, promovida de forma voluntária pela Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais – ANBIMA, mas que, na prática e por motivos que não serão o foco aqui, acaba por abarcar quase todo o setor, também requer um gasto de energia e atenção que pode vir a se mostrar desproporcional ao ganho em controle de risco. No tocante à autorregulação, nada impedirá que, adotado o conceito de “arriscando a pele do gestor”, o Código Anbima de Regulação e Melhores Práticas para Administração de Recursos de Terceiros venha a encampar tal conceito, reconhecendo sua efetividade e conveniência.

Diante desse cenário, pretende-se apresentar, de forma construtiva e objetiva, um caminho simples para que haja uma porta de entrada no setor, com ganhos para todos os envolvidos (regulador, gestores, investidores e sociedade em geral).

Assim, ao longo do presente trabalho, discorre-se sobre as vantagens e efetividades da adoção do modelo proposto, demonstrando o seu baixo risco de implantação e utilização, assim como a simplicidade dos ajustes necessários para sua adoção.

O resultado esperado é que, com a eventual implantação da proposta, se contribua para a perpetuidade e qualidade da indústria de fundos de investimento, para a qual o nascimento de novos gestores, fundos e estratégias também é de suma relevância.

Por fim, de modo a facilitar a absorção dessa proposta pelo regulador e mercado, são trazidos neste texto os pequenos ajustes que precisariam ser realizados na regulação para a rápida implantação, tanto de um “fundo de investimento APG”, como da atividade de gestão de recursos de terceiros limitada a essa categoria de fundos, sem prejuízo de eventuais críticas, ajustes e complementações que poderiam vir de terceiros ou mesmo de uma audiência pública.

II. A PROPOSTA

A sugestão envolve a concessão dos descontos regulatórios explicitados no Capítulo IV, adiante, para todas as gestoras que atenderem aos seguintes requisitos:

- i) utilização em sua denominação social de identificação expressa de que se trata de uma gestora que atua com fundos de investimento com presença de recursos do próprio gestor. Desde logo sugere-se uma das seguintes expressões:

“gestão de recursos de terceiros APG;”

“gestão de investimentos APG”;

“gestão de fundos de investimento APG”

- ii) restrição de suas atividades à gestão de carteira de “fundos de investimento APG”, conforme definição acrescida na Instrução CVM nº 555/14 e explicitada no próximo capítulo III;
- iii) compromisso, que será controlado pelo administrador fiduciário, de que as Cotas APG (conforme definição mais adiante), de titularidade da gestora, seus sócios ou diretores, atendam ao limite mínimo de 20% do patrimônio líquido de cada fundo sob gestão;
- iv) deixar expresso, na mesma página no site na internet de que trata o Artigo 14 da Instrução CVM nº 558/15, assim como no formulário de referência, de que se trata de uma gestora “arriscando a pele do gestor – APG”, com os seguintes dizeres: “*A autorização para administração de recursos de terceiros da sociedade é limitada à gestão de carteira de fundos de investimento APG (arriscando a pele do gestor), motivo pelo qual a sociedade se vale de determinados descontos regulatórios, condicionados ao compromisso de manutenção de 20% de recursos próprios nos fundos sob gestão, de modo a alinhar os interesses dos cotistas com o da sociedade gestora e seus sócios.*”

III. O FUNDO DE INVESTIMENTO APG (arriscando a pele do gestor)

Como apontado no capítulo anterior, as gestoras APG somente fariam a gestão de recursos de terceiros por meio de fundos de investimento APG.

Os fundos de investimento que viessem a adotar a referida sigla, em adição aos demais sufixos e termos comumente usados para definição da classe/modalidade, teriam as seguintes características:

- i) presença de uma classe especial de cotas que tenha como público alvo apenas a gestora, seus sócios e diretores - Cotas APG;
- ii) as Cotas APG somente se diferenciariam das cotas ordinárias do fundo de investimento pelo fato de que: a) sempre que houver um pedido de resgate capaz de tornar tal classe representativa de menos de 20% do patrimônio total da carteira do fundo de investimento em questão, ocorreria um resgate compulsório na classe principal¹³, de modo a enquadrar o patamar mínimo de Cotas APG em 20%; b) direitos políticos restritos em linha com o Artigo 76 da Instrução CVM nº 555/14 atualmente vigente¹⁴; c) poderiam se diferenciar do ponto de vista dos direitos econômicos apenas pela aplicação de uma taxa de administração e performance¹⁵ específica da classe;
- iii) como apontado no inciso (ii), resgate compulsório das cotas de todos os cotistas da classe principal, sempre que a Classe de Cotas APG vier a ter movimentação de resgate que venha a gerar o desenquadramento do limite mínimo de 20% acima referido;

¹³ O resgate compulsório já é uma realidade na Instrução CVM nº 555/14, conforme artigo 37, parágrafo único.

¹⁴ Art. 76. Não podem votar nas assembleias gerais do fundo: I – seu administrador e seu gestor; II – os sócios, diretores e funcionários do administrador ou do gestor; III – empresas ligadas ao administrador ou ao gestor, seus sócios, diretores, funcionários; e IV – os prestadores de serviços do fundo, seus sócios, diretores e funcionários.

¹⁵ Essa diferenciação não é essencial, em realidade, sem ela, não seria necessário nem mesmo uma classe diferente, desde que o passivo fosse controlado para respeitar os 20%. Não obstante, entende-se que é salutar e justo dar o benefício da isenção de taxa aos recursos proprietários (o que já ocorre hoje por meio de estrutura feeder/master).

Após a explicação conceitual da proposta, das características básicas do fundo de investimento APG e da não tão breve introdução, optou-se pela indicação no corpo do presente trabalho dos rápidos ajustes normativos necessários à viabilização da proposta. O objetivo aqui é o de que, mais do que uma ideia academicamente reconhecida e apresentada formalmente, coloque-se de forma simples e objetiva os mecanismos de implantação da proposta apresentada, aumentando suas chances de receptividade pelo mercado de gestão e seus reguladores.¹⁶

Para o alcance das características acima descritas seriam necessários tão somente os seguintes ajustes na Instrução CVM nº 555/14:

i) No Artigo 2^o¹⁷, inclusão dos seguintes termos:

APG – “Arriscando a pele do gestor”. Sigla que, quando adicionada ao final da denominação de um fundo de investimento, implica na garantia de que, no mínimo, 20% (vinte por cento) do patrimônio líquido do referido fundo de investimento é composto por recursos de titularidade da sociedade gestora da carteira, seus sócios diretos e diretores;

Cotas APG – é a classe de cotas do fundo de investimento APG que tem como público alvo, exclusivamente, a sociedade gestora da carteira, seus sócios diretos ou diretores.

As Cotas APG devem representar, no mínimo, 20% (vinte por cento) do patrimônio

¹⁶ Optou-se por correr o risco de eventual vício formal e de um julgamento negativo desse trabalho como um artigo científico, em prol da efetividade que o formato proposto pode representar. Afinal, também na esteira do Taleb, que aponta ter ouvido um alerta de um chefe de departamento: “... aqui, como acadêmico, você é julgado por outros acadêmicos. A vida gira em torno da avaliação por pares.” Ibid. 9, pg. 178 e destacar a seguinte máxima logo na sequência: “Pode-se definir uma pessoa livre precisamente como alguém cujo destino não é central ou diretamente dependente da avaliação dos pares.” Ibid. 9, pg. 179.

¹⁷ Trata dos termos definidos na norma.

líquido do fundo de investimento APG. Ademais, podem se diferenciar das demais cotas do fundo de investimento tão somente em relação às taxas de administração e performance cobradas. Sempre que forem solicitados resgates de Cotas APG que venham a gerar o desenquadramento do referido limite, o Administrador deverá promover o resgate compulsório de todos os cotistas do fundo de investimento em questão, de modo a automaticamente promover o reenquadramento. Os cotistas detentores de Cotas APG não têm direito a voto em assembleia geral, em linha com o disposto no artigo 76 desta Instrução, ressalvadas as exceções do referido artigo;

ii) Artigo 37¹⁸, inclusão do inciso VI:

“VI – Em se tratando de fundo de investimento APG, concomitantemente a qualquer resgate de Cotas APG que resulte na presença dessas cotas em proporção inferior a 20% do patrimônio líquido do fundo de investimento de Cotas APG, haverá o resgate compulsório entre todos os cotistas da classe principal, no montante necessário para que tal limite mínimo seja reestabelecido, podendo o Administrador tomar todas as providências para a execução do referido resgate;

iii) Artigo 108¹⁹, inclusão de §3º com a seguinte redação:

Artigo 108 (...)

§3º Os fundos de investimento, independentemente da classe, que venham a ser geridos por um gestor de carteira APG ou cujo gestor da carteira, por liberalidade, opte pela

¹⁸ Trata do resgate das cotas dos fundos de investimento.

¹⁹ Trata da denominação dos fundos de investimento.

criação da classe de Cotas APG, assumindo os compromissos daí decorrentes, também deverão incluir como sufixo, ao final de sua denominação, o termo “APG”.

Como visto, os fundos de investimento regulados pela Instrução CVM nº 555/14, de qualquer classe ou modalidade, poderiam vir a adotar a terminologia APG, a critério da gestora de sua carteira. Esse pode vir a ser um diferencial para atração de investidores. Ou seja, tal alinhamento de interesses estaria disponível para todo o mercado e não só para a gestora APG, tendo somente essa última suas atividades limitadas apenas aos fundos com essa natureza, como exposto a seguir.

IV. OS DESCONTOS REGULATÓRIOS DA GESTORA APG E SUAS LIMITAÇÕES

A gestora APG teria os seguintes descontos regulatórios²⁰:

- i) Não obrigatoriedade de haver um diretor responsável pelo gerenciamento de risco²¹, cabendo tal atividade a toda a equipe;
- ii) O diretor responsável pelo cumprimento de regras, políticas, procedimentos e controles internos e da Instrução CVM nº 558/15, será intitulado responsável pelo cumprimento de normas e pode atuar em funções relacionadas à administração de carteiras de valores

²⁰ “O comportamento universal é excelente no papel, porém desastroso na prática. Por quê? (...) O pequeno não é o grande; o tangível não é o abstrato; o emocional não é o lógico. Assim como argumentamos que o micro funciona melhor que o macro, (...) precisamos de regras práticas e simples.” Ibid. 9, pg. 34

²¹ Tal proposta se encontra em linha inclusive com as pesquisas referidas na reportagem de 27/07/2017 do Valor Econômico: “O Risco de ter um diretor de risco olhando só para o risco”, que alega que tal exigência pós 2008 pode ter tido efeito contrário ao esperado.

mobiliários, tal como ocorria sob a égide da Instrução CVM nº 306/99, a partir do momento que esse centro de imputação de responsabilidade passou a ser exigido²²;

- iii) As rotinas e processos não precisam estar registrados em incontáveis manuais e políticas, com algumas poucas exceções²³;
- iv) A dispensa de preenchimento de mais alguns itens do formulário de referência – os quais passariam a estar indicados no anexo da norma como “FG APG”²⁴ - de modo que tal instrumento se voltaria mais à consulta do potencial investidor e não um mecanismo para análise subjetiva do regulador a respeito da estrutura adequada do gestor de recursos pessoa jurídica;
- v) O entendimento de que dois profissionais podem ser suficientes para a constituição e credenciamento de um gestor de recursos pessoa jurídica: o diretor de gestão e um analista, o qual poderia cumular a função de diretor de normas e controles.

Para efetiva implantação desses descontos, são necessários os seguintes ajustes e inclusões ao texto da Instrução CVM nº 558/15:

²² Em gestores de recursos com equipe pequena e atividade exclusiva quanto mais próximo o referido profissional estiver da atividade fim, mais atuante ele será, ainda mais se as pessoas estiverem com sua pele em risco, pelo que potenciais conflitos entre a função de analista e compliance tendem a ser tratados adequadamente.

²³ Como se verá no texto proposto, em nada se pretende alterar o dever fiduciário do gestor, bem como a necessária conduta ética e demonstração dos melhores esforços em sua atividade, o que se pretende mitigar é o desvio de foco da atividade principal, com gasto de energia desproporcional e eventuais consequências danosas à boa gestão, com o risco de insucesso mitigado pela “pele em risco”.

²⁴ Itens do formulário de referência como o 10, que fala das políticas internas, e o 8.6, que trata da equipe de risco, assim como outros mais gerais como 2.2.d, 6.1. a 6.5, 8.10 e 9.2. seriam facultados à gestora APG “FG-APG”.

i) Ajuste no Artigo 1^{o25}, § 1^o:

“§ 1^o O registro de administrador de carteiras de valores mobiliários pode ser requerido em ambas ou em uma das seguintes categorias:

I – administrador fiduciário;

II – gestor de recursos ou gestor de recursos na subcategoria “gestor de recursos APG”.”

ii) Caput do Artigo 4^{o26}:

“Art. 4^o Para fins de obtenção e manutenção da autorização pela CVM, o administrador de carteiras de valores mobiliários, pessoa jurídica, deve atender os seguintes requisitos, ressalvado o disposto no Artigo 4-A, a seguir.”

iii) Inclusão do novo artigo 4-A²⁷:

“Art. 4-A^o Para fins de obtenção e manutenção da autorização pela CVM, o administrador de carteiras de valores mobiliários, pessoa jurídica, classificado como gestor de recursos APG, deve atender, em substituição ao artigo anterior, apenas aos seguintes requisitos:

I – ter sede no Brasil;

²⁵ Trata das categorias de administrador de carteira.

²⁶ Trata dos requisitos para o administrador de carteira, pessoa jurídica.

²⁷ Trataria dos requisitos para o gestor de carteira APG, que é sempre uma pessoa jurídica, dado que seu diretor de gestão manterá a autorização normal de administrador de carteira pessoa física.

II – ter em seu objeto social, com exclusividade, o exercício de administração de carteiras de valores mobiliários e estar regularmente constituído e registrado no Cadastro Nacional de Pessoas Jurídicas - CNPJ;

III – atribuir a responsabilidade pela administração de carteiras de valores mobiliários a um diretor autorizado a exercer a atividade pela CVM;

IV – atribuir a responsabilidade pelo cumprimento de regras (normas e legislação em geral, incluindo esta Instrução) e eventuais políticas, procedimentos e controles internos, conforme existente, a um diretor, na qualidade de diretor de normas e controles;

V – seus sócios controladores diretos ou indiretos devem atender aos requisitos previstos pelos incisos IV, V, VI e VII do art. 3º;

VI – divulgar o formulário do Anexo 15-II, servindo tal documento tão somente para a avaliação e juízo discricionário dos potenciais investidores, sem prejuízo da clareza e veracidade das informações, mesmo quando sinalizadas como facultativas (“FG APG”).

§ 1º É vedada a utilização de siglas e de palavras ou expressões que induzam o investidor a erro na denominação da pessoa jurídica de que trata o caput, sendo obrigatória a adoção de uma das seguintes expressões na denominação:

- a) “gestão de recursos de terceiros APG”;
- b) “gestão de investimentos APG”;
- c) “gestão de fundos de investimento APG”;

§ 2º O diretor responsável pela administração de carteiras de valores mobiliários não pode ser responsável pelo cumprimento de regras, políticas, procedimentos e controles internos.

§ 3º O diretor responsável pelas normas pode atuar em funções relacionadas à administração de carteiras de valores mobiliários. A eventual acumulação da responsabilidade com a atividade fim da sociedade não reduz a responsabilidade final do diretor.

§ 4º A atividade de gestão de risco deve ser responsabilidade de toda a equipe da sociedade, pelo que os atos individuais devem sempre ser executados levando em conta ou tendo sido precedidos de análise dos fatores de risco.

§ 5º O gestor de recursos APG não pode indicar mais de um diretor responsável pelas atividades de administração.

§ 6º As atribuições de responsabilidade previstas nos incisos III e IV do caput devem ser consignadas no contrato ou no estatuto social da pessoa jurídica ou em ata de reunião do seu conselho de administração.

§ 7º Os recursos computacionais que vierem a ser utilizados devem:

I – ser protegidos contra adulterações; e

II – manter registros que permitam a realização de auditorias e inspeções.”

- iv) Inclusão do § 3º no Artigo 14²⁸:

“§ 3º O administrador de carteiras de valores mobiliários registrado exclusivamente na subcategoria gestor de recursos APG está dispensado de manter e apresentar os documentos indicados nos incisos II, III, IV, V, VI e VII, os quais podem existir por liberalidade da instituição, sendo que a inexistência dos manuais e políticas não implica na redução dos deveres fiduciários típicos da atividade e das normas de conduta dispostas no Artigo 16 e 17, a seguir. O gestor de recursos APG deverá inserir no seu site o aviso: *Esse gestor de recursos pertence à subcategoria APG, conforme Instrução CVM nº 558/15. A autorização para administração de recursos de terceiros da sociedade é limitada à gestão de carteira de fundos de investimento APG (arriscando a pele do gestor), motivo pelo qual a sociedade se vale de determinados descontos regulatórios, condicionados ao compromisso de manutenção de 20% de recursos próprios nos fundos sob gestão, de modo a alinhar os interesses dos cotistas com o da sociedade gestora e seus sócios.*”

- v) Inclusão dos incisos IX e X no artigo 17²⁹:

“IX – em se tratando de administrador de carteiras de valores mobiliários registrado exclusivamente na subcategoria gestor de recursos APG, operar junto aos intermediários e corretoras através de conta única (“conta mãe”) em seu nome, devendo abrir as contas diretamente em nome dos fundos de investimento APG geridos, ou de outro modo deixando claro que a referida conta é exclusiva para operações de um respectivo fundo,

²⁸ Trata das informações que devem estar no site do administrador de carteira.

²⁹ Trata das vedações do administrador de carteira.

prescindindo assim da política de rateio e divisão de ordens entre as carteiras de valores mobiliários;

X – gerir ou administrar carteiras que não as de fundos de investimento que se enquadrem como “APG”, em linha com o disposto na Instrução CVM nº 555/14.”

vi) Inclusão do Parágrafo Segundo no artigo 19³⁰:

“Parágrafo Segundo. O administrador de carteiras de valores mobiliários registrado exclusivamente na subcategoria gestor de recursos APG está dispensado da prévia formalização do disposto no *caput*. Não obstante, o diretor responsável pela implementação e cumprimento de regras, políticas, procedimentos e controles internos responde pela falta de diligência na fiscalização das atividades de todos os membros da equipe, em caso de descumprimento de qualquer normativo ou irregularidade, devendo efetuar os registros de toda e qualquer não conformidade e plano de ação para correção, se for o caso, no relatório a que se refere o artigo 22, adiante.”

vii) Pequeno ajuste no inciso I do Artigo 20³¹ e inclusão do inciso III, assim como a exclusão do parágrafo único desse artigo:

“I – assegurar que todos os profissionais que desempenhem funções ligadas à administração de carteiras de valores mobiliários atuem com imparcialidade e, quando

³⁰ Trata da formalização de regras, procedimentos e controles internos.

³¹ Trata de padrões de conduta.

exigidos, conheçam o código de ética e as normas aplicáveis, bem como as políticas previstas por esta Instrução e as disposições relativas a controles internos; e

(...)

III – em se tratando de administrador de carteiras de valores mobiliários registrado exclusivamente na subcategoria gestor de recursos APG, manter o mínimo de 20% (vinte por cento) das cotas dos fundos de investimento sob gestão, que deverão ser da categoria APG, subscritas e integralizadas pela própria instituição gestora, seus sócios ou diretores nomeados no contrato ou no estatuto social da pessoa jurídica ou em ata de reunião do seu conselho de administração, com poderes de representação da sociedade.”

~~“Parágrafo único. O administrador de carteiras de valores mobiliários, pessoa jurídica, deve desenvolver e implementar regras, procedimentos e controles internos, por escrito, com o objetivo de assegurar o cumprimento do disposto no caput e seus incisos.”³²~~

viii) Inclusão de parágrafo único no Art. 21³³:

“Parágrafo Único: Em se tratando de administrador de carteiras de valores mobiliários registrado exclusivamente na subcategoria gestor de recursos APG, tais mecanismos não precisam estar formalizados nem e tampouco guardadas evidências.”

ix) Inclusão de parágrafo sexto no Art. 23³⁴:

³² Para as demais gestoras de recursos já é uma obrigação a ser cumprida, em razão de outros dispositivos e, em se tratando do gestor de recursos APG poderia contrariar os descontos regulatórios concedidos.

³³ Trata de mecanismos de controle.

³⁴ Trata da estrutura ligada ao gerenciamento de risco.

“§ 6º O administrador de carteiras de valores mobiliários registrado exclusivamente na subcategoria gestor de recursos APG está dispensado das disposições do presente artigo 23, sem prejuízo do dever fiduciário e boa conduta típicos da atividade.”

x) Inclusão de parágrafo único no Artigo 25³⁵:

“§ Único O administrador de carteiras de valores mobiliários registrado exclusivamente na subcategoria gestor de recursos APG atuará, com exclusividade, na gestão de recursos de terceiros por meio de fundos de investimento APG, ficando dispensado das disposições do presente artigo 25, sem prejuízo do dever fiduciário e boa conduta típicos da atividade e já previstos em norma e na legislação geral.”

Cabe notar que não se está abrindo mão da ética e da boa conduta, apenas partindo do pressuposto que, em uma gestora de recursos com porte pequeno e sócios correndo risco de forma alinhada aos investidores, as não conformidades vão naturalmente ser identificadas e punidas, pois não há interesse conflitante para que seja diferente.

Interessante notar que o arcabouço mínimo mantido não diverge muito do que vigorou por anos e anos quando da vigência da Instrução CVM nº 306/99, diga-se de passagem, sem que tenha havido na indústria, em especial nos fundos regidos pela Instrução CVM nº 409/04 em diante, casos de não conformidades com impacto relevantes para o mercado³⁶.

³⁵ Trata da formalização do dever de sigilo e segregação de atividades.

³⁶ O último caso com impacto relevante para a quebra de confiança na indústria de fundos de investimento abertos no Brasil, o dos fundos do Banco Santos, se deu anteriormente à implantação da ICVM 409/2004.

Logo, objetiva-se viabilizar uma alternativa segura, que regresse ao cenário em que uma gestora de recursos de terceiros podia ser formada por dois ou três sócios, sem necessariamente terem de contar com uma grande equipe e estrutura, quando essas não se mostrarem realmente necessárias para os mecanismos e estratégias que pretendem implantar para a gestão dos recursos, no caso, próprios e de terceiros.

Não é demais lembrar que hoje um fundo de investimento pode ser gerido somente por uma pessoa física, desde que devidamente habilitada perante a CVM nos termos da Instrução CVM nº 558/15, sem nenhuma barreira regulatória adicional, e que não se está abrindo mão do diretor de gestão, habilitado na pessoa física, na direção da gestora APG. Aliás, o diretor de gestão já comprovou ao longo de sua habilitação a capacidade técnica ou experiência para a atividade.

A Gestora APG, que não poderá operar com carteira administrada, apenas fundos de investimento APG, pode ser um passo intermediário entre a gestão na pessoa física e a gestão dentro dos requisitos máximos exigidos da pessoa jurídica. Os requisitos que foram alvo da sugestão de “descontos regulatórios” podem ser eficientes em estruturas de grande porte, nas quais os traders não são os donos ou acionistas que estão correndo o maior risco e, tampouco, titulares de parcela relevante dos recursos sob gestão.

Já que a base para esse trabalho é o pensamento do Taleb, uma de suas passagens na obra rememorando sua época de trader em grande instituição, parece oportuna para estressar o debate da efetividade das áreas de controles internos e risco em determinados cenários:

“Eu me lembro de me perguntarem por que eu não usava gravata, o que na época era o equivalente a andar nu em plena Quinta Avenida afora. É em parte arrogância, em

parte estética, em parte conveniência’, era a minha resposta habitual. Se você fosse lucrativo, poderia infernizar os gerentes, fazer e dizer todo tipo de merda e eles engoliam o sapo porque precisavam de você e tinham medo de perder o próprio emprego.”³⁷ Taleb (2018, pg. 132)

Também não se está abrindo mão de nenhum requisito ou característica dos fundos de investimento sob gestão. Pelo contrário, se está acrescentando mais um mecanismo de alinhamento de interesse gestor – investidor, as Cotas APG. Logo, o fundo de investimento continua sendo um mecanismo seguro de poupança, com serviços como administração fiduciária e a auditoria independente sendo providos por terceiros; que observa limites como o de alocação por emissor e modalidade ativos conforme a norma; respeitando ao regulamento; e as regras de divulgação de informações.

Em uma gestora APG os recursos precisarão vir da gestora, sócios diretos e diretores. Quando muito se poderia pensar em excepcionar fundos exclusivos desses, que tenham a controladoria de passivo e administração fiduciária sob a mesma instituição que exerce tais atividades nos fundos de investimento APG da gestora, de modo a permitir a rápida checagem do enquadramento.

V BENEFÍCIOS PARA CADA UM DOS INTERESSADOS

Taleb, em sua obra, se mostra preocupado com o *“clientelismo político ou captura regulatória (que, lembro o leitor, é como os poderosos e os favorecidos com informações privilegiadas*

³⁷ Essa passagem mostra um pouco o ambiente de grandes instituições, referendando a necessidade de áreas de controles e risco independentes. Na pequena estrutura, ao contrário, tal independência pode ela ser um fator de risco.

usam a regulamentação para enganar o público, ou a burocracia para retardar a concorrência.” Taleb (2018, pg.161 e 162)

Não se procura entrar, neste trabalho, no debate sobre se determinados efeitos à livre concorrência são consequência ou fim, em si, de determinadas exigências regulatórias ou autorregulatórias. Apenas mostrar que o risco de limitação da concorrência existe, propondo uma forma de contorná-lo.

Por isso, a sugestão de um caminho opcional para a gestão de recursos de terceiros, a gestora e o fundo “arriscando a pele do gestor”. Tal desenho garante a concorrência com os pequenos bons gestores, de forma minimamente segura e sem entrar no mérito do que leva à concentração do mercado e à infinita padronização de processos e publicação de normas, códigos e metodologias de atuação que conformam as instituições, sem que se saiba hoje seus resultados práticos no longo prazo.³⁸

A seguir estão listados os principais impactos e benefícios que se pôde vislumbrar para os diversos atores da indústria de fundos de investimento e gestão de recursos de terceiros:

Mercado

A existência de um número maior de competidores em qualquer mercado é bastante saudável para o próprio mercado, na medida em que o aumento da concorrência gera mais inovação, pressão para redução de preços ao investidor final e, especialmente no setor, comprometimento e dedicação das equipes envolvidas na gestão dos recursos de terceiros.

³⁸ “A verdadeira igualdade é igualdade na probabilidade. Arriscar a própria pele impede que sistemas apodreçam.” Ibid. 9, pg. 163

Mais uma vez, recorrendo a Taleb para defesa da existência de mais gestores pequenos e independentes, ao invés de grandes estruturas com complexos processos e manuais para a atividade de gestão de recursos de terceiros, vale trazer a seguinte passagem de sua obra:

“A burocracia é uma construção pela qual uma pessoa é convenientemente separada das consequências de suas ações.” Taleb (2018, pg. 23)

O autor ainda complementa:

“E talvez alguém pergunte, o que podemos fazer, já que um sistema centralizado necessariamente precisará de pessoas que não estão diretamente expostas às consequências dos erros?”

Bem, para que haja menos desses tomadores de decisões não temos outra escolha senão descentralizar ou, em termos mais refinado, localizar.

A descentralização reduz as grandes assimetrias estruturais.

Mas não se preocupe, se não descentralizarmos e não distribuirmos responsabilidades, isso acontecerá por si só e do jeito mais difícil: um sistema que não permite arriscar a própria pele, com um acúmulo de desequilíbrios, no fim das contas acabará indo pelos ares e estará fadado a autorregenerar-se dessa maneira, Se sobreviver.

Por exemplo, a crise de 2008, em que várias instituições financeiras quebraram, ocorreu devido ao acúmulo de riscos ocultos e assimétricos no sistema: banqueiros, mestres na transferência de risco, poderiam ganhar um bom dinheiro a partir de um

tipo de riscos explosivos ocultos, usar modelos acadêmicos de risco que só funcionam no papel (porque acadêmicos não sabem praticamente nada sobre riscos) e então invocar a incerteza depois da falência (aquele mesmo Cisne Negro invisível e imprevisível e aquele mesmíssimo autor muito, muito teimoso) e manter a renda. (...)

Taleb (2018, pg. 23)

Então, indiretamente, ao permitir que mais gestoras sejam criadas, é possível que se esteja evitando um típico “cisne negro”. Essas, com perfil mais local e próximo de seus investidores e com sócios arriscando a própria pele, com completo alinhamento de interesses, fortificando o mercado.

Quem conhece a obra de Taleb entende que um mercado menos concentrado é “antifrágil”, ou seja, os pequenos danos não geram grandes prejuízos sistêmicos, o que é muito melhor que um mercado “robusto”, no qual uma quebra, ainda que potencialmente menos provável, causa danos mais críticos e irreversíveis.

A proposta vai nessa direção, sem, contudo, menosprezar ou descartar o que já está posto, na medida em que abre um caminho paralelo.

Além disso, o fomento à indústria de fundos de investimento se mostra, no longo prazo, uma estratégia com maior segurança que o investimento em outras modalidades de valores mobiliários.

Investidor

O claro alinhamento de interesse com a gestora e equipe responsável pela gestão de seus recursos, assim como maior diversidade de entidades gestoras de recursos de terceiros, são benefícios muito diretos.

Em que pese o fundo de investimento APG seja o único que pode ser gerido por uma gestora APG, aquela com desconto regulatório, nada impede que uma gestora já existente queira criar um fundo de investimento APG, valendo-se do mesmo atrativo que seria a divulgação do fato de que, em qualquer hipótese, ao menos 20% do patrimônio líquido do fundo é da gestora e dos seus sócios.

Certamente, investir com interesse alinhado com o gestor de recursos APG em um fundo de investimento APG é muito melhor para o investidor do que muitas das oportunidades de investimento que hoje lhe são acessíveis, muitas nem mesmo reguladas.

Reguladores

Para os reguladores, o benefício é o alcance de uma de suas atividades basilares, o fomento aos mercados. Além disso, haverá a redução do custo de fiscalização e acompanhamento de determinados *players* do mercado, tendo em vista os descontos regulatórios. E, ainda, redução do risco de agência.

Taleb fala que *“As normas e regulamentos, embora pareçam uma benção no papel, quando muito exacerbam o problema, à medida que facilitam a ocultação dos riscos. O que nos leva ao que é conhecido como o problema de agência.”* Taleb (2018, pg 35-36)

Na obra Taleb expõe, ainda, que:

“Um servidor público ou servidora pública pode criar regras que sejam benéficas para um setor como o bancário - e depois correr em disparada para o J.P. Morgan e recuperar um múltiplo da diferença entre seu salário atual e a taxa de mercado (os reguladores, o leitor deve se lembrar, têm um incentivo para tornar as regras tão complexas quanto possível, para que seus conhecimentos especializados possam ser contratados mais tarde a um preço mais alto).” Taleb (2018, pg. 174)

A visão de Taleb é pautada em outros mercados e de modo algum se está afirmando que esse conflito de agência se materializou na construção do nosso atual ordenamento da indústria de fundos de investimento e gestão de recursos, mas vale notar que é algo que se deve ter atenção para que não ocorra.

De todo modo, pensando a instituição CVM como “o regulador”, não há dúvida que a simplificação das normas e exigências contribuem como fator mitigador desse potencial conflito de agência e, ainda, com uma alocação adequada de sua equipe na fiscalização dos gestores que oferecem maior risco, aqueles que não “arriscam a própria pele”.

Não se pode deixar de apontar que o Conselho Monetário Nacional, a quem compete regular o mercado financeiro, em conjunto com o Banco Central do Brasil, já vem adotando nos últimos

anos uma série de iniciativas para incentivar a desconcentração do setor e privilegiar o uso de pequenas instituições³⁹, mais próximas dos clientes finais. Além disso, já adotou também a segmentação das instituições, entendendo que as regras ligadas a risco e estrutura devem ser proporcionais⁴⁰. A gestora APG poderia ser a primeira de muitas iniciativas da CVM com o mesmo condão, e está alinhada com o interesse declarado pela própria CVM de reduzir custos de observância.

Cabe destacar que no seu papel de incentivar o mercado, o regulador deve também dirigir os incentivos aos instrumentos que já se provaram mais adequados ao investidor e se encontram consolidados, como os fundos de investimento e a gestão independente. A simplificação não pode estar restrita ao novo (crowdfunding, condo-hotel, criptomoedas, debêntures incentivadas, COE...), sob pena de uma quebra na isonomia entre os produtos.

Gestoras

A proposta significa a implantação de mecanismo de acesso que reduz de forma preponderante as barreiras de entrada. Permite que indivíduos com recursos já acumulados e notória habilidade de gestão possam replicar tal conhecimento e resultados com terceiros, sem que para isso tenham um investimento relevante em estrutura, em que pese estejam limitados a gerir quatro vezes o capital próprio.

³⁹ Vide a Resolução CMN nº 4.656/2018 que criou a sociedade de crédito direto (SCD) e a sociedade de empréstimo entre pessoas (SEP).

⁴⁰ Vide Resolução CMN nº 4.553/17 que estabelece a segmentação do conjunto das instituições financeiras e demais instituições autorizadas a funcionar pelo BCB para fins de aplicação proporcional da regulação prudencial.

Ademais, permite o regresso ao tempo em que era viável iniciar a atividade com qualidade, mas baixo risco quanto ao volume de recursos necessários para a implantação. Com isso os sócios da gestora irão investir no que eles entendem mais importante para o sucesso do seu projeto.

Ainda, cria um mecanismo simples e direto para a prática de uma taxa de administração e performance diferenciada para a gestora e seus sócios, sem a necessidade do desenho hoje adotado de um fundo restrito a eles que venha a ser um “feeder” em uma estrutura master-feeders⁴¹.

Alguns podem estar questionando que, sem dinheiro próprio não será possível montar uma gestora APG. É fato que boa parte dos gestores independentes já nasce com uma equipe com carreira consolidada em outras instituições e, portanto, possivelmente com o mínimo necessário para colocar a “pele em risco” até a construção de seu *track record* ou mesmo para manter a estrutura da gestora APG do tamanho que lhe interessa, pequena mesmo, restrita a seu patrimônio mais quatro vezes vindo de terceiros.

A limitação acima não é verdadeira. Nada impediria que a equipe de gestão consiga mostrar o valor do seu projeto, trazendo um sócio capitalista para seus quadros e, com isso, alcançando o *seed capital* necessário para a demonstração de que estão arriscando a pele do gestor. Tal processo de captação seria o primeiro grande teste da gestora, junto a investidores de perfil profissional.

⁴¹ “A estrutura denominada master feeder consiste na utilização de um fundo de investimentos principal, geralmente isento de taxas de administração e performance, para agregar todos os ativos (master fund), enquanto FICs podem ser criados sob medida para atender a demandas ou nichos específicos (feeder funds)”
Fonte: <https://verios.com.br/blog/master-feeder-fics/>

Eventual utilização do percentual de Cotas APG nos fundos de investimento sob gestão como um diferencial competitivo para atração de investidores. Afinal, qual é o investidor que não gostaria de saber que um quinto do fundo que ele investe, no mínimo, é de recursos próprios dos responsáveis pela escolha dos investimentos?

A proposta permite que a gestora funcione em bases mais simples, ainda que com uma limitação de patrimônio líquido de recursos de terceiros sob gestão (4 vezes o volume investido pela gestora e seus sócios), até que venha a ter um *track record* que lhe permita atrair um volume significativo de outros interessados. Nesse momento, ela poderá fazer a escolha de simplesmente passar a atender todos os requisitos e aplicar novamente junto à CVM (ou terceiros conveniados) para retirar a limitação “APG”.

VI CONCLUSÃO

Na presente proposta não se está de modo algum abrindo mão da figura de um “diretor responsável” e tampouco reduzindo a responsabilidade final do gestor de recursos. Somente se está discutindo que, válidos ou não os atuais mecanismos de controle e gestão de risco, existe um outro modelo viável e mais adequado à realidade do pequeno gestor, em especial o que corre os riscos juntos com seus clientes/investidores.

Taleb foi escolhido, na medida em que é um crítico do excesso regulatório, indicando que quanto mais se tenta “corrigir a regulação”, mais complicação, instabilidade e insegurança jurídica são criadas, fomentando um mundo de prestadores de serviços, grupo do qual, sem muito orgulho, os redatores dessa proposta faz parte e que, indiretamente, se beneficia economicamente do contexto de constante “aprimoramento” da regulação. Nas palavras de

Taleb, a inspiração deste trabalho, embora não se concorde que, no contexto da indústria de fundos de investimento brasileira, em que a troca com o regulador é tão profícua e que em vários momentos se optou pela simplicidade, os conflitos potenciais abaixo indicados tenham necessariamente se consubstanciados:

“Existem duas maneiras de salvaguardar os cidadãos dos predadores de grande porte (digamos, por exemplo, grandes e poderosas corporações). A primeira é promulgar regulamentos e normas - mas esses, além de restringir as liberdades individuais, levam a outra predação, desta vez pelo Estado, seus agentes e seus comparsas. De modo mais decisivo, as pessoas com bons advogados podem manipular a seu favor as regras e normas (ou, como veremos, podem deixar bem claro que contratam os antigos formuladores das regras e pagam em demasia por eles, o que sinaliza um potencial suborno para aqueles atualmente no poder). E é claro que os regulamentos, uma vez em vigor, permanecem em vigor, e, mesmo quando se mostram absurdos, os políticos têm medo de revoga-los, sob a pressão dos que deles se beneficiam. Dado que os regulamentos são cumulativos, logo acabamos enredados em regras complicadas que sufocam o empreendedorismo. E sufocam também a vida. Pois sempre há parasitas que se beneficiam da regulamentação, situações em que o empresário ou empresária usa o governo para obter lucros, muitas vezes por meio de normas protetivas e franquias. O mecanismo é chamado de reaquisição regulatória, pois cancela o efeito de um regulamento. A outra solução é arriscar a pele em transações, sob a forma de responsabilidade legal, e a possibilidade de uma ação judicial eficiente.” Taleb (2018, pg. 47)

Procurou-se, então, o caminho da simplicidade, com preservação da ética e alinhamento de interesses na construção da solução apresentada.

Não se pode deixar de imaginar quantos profissionais e estruturas hoje muito bem-sucedidas teriam ficado pelo caminho se, na época em que se formaram, fossem compelidas a arcar com a estrutura de pessoal, processos e sistemas que hoje se faz necessária⁴².

Objetivou-se também destacar que a sistemática proposta é lateral ao que há hoje em vigor e que pode tornar o sistema mais imune a aventureiros, sem prescindir da diversificação de gestores, que precisariam colocar a “pele em risco”.

É importante concordar com Taleb que *“arriscar a própria pele traz simplicidade - a irresistível simplicidade das coisas feitas do jeito certo”* Taleb (2018, pg. 44), mesmo que se discorde da opinião dele de que *“As pessoas que veem soluções complicadas não tem incentivos para implementar soluções simplificadas”* e, ainda segundo o autor, o *“sistema burocratizado ficará ainda mais complicado a partir da ação de pessoas que vendem soluções complicadas porque é isso que a sua posição e o seu treinamento as estimulam a fazer.”*⁴³ Taleb (2018, pg. 44) De

⁴² De modo geral, para o atendimento da regulação e autorregulação uma gestora hoje precisa iniciar com, no mínimo, 4 a 5 profissionais a ela dedicados, diferentes áreas (gestão, análise, controles internos, risco), implantar mais de uma dúzia de manuais e políticas para reforçar conceitos de ética e conduta que são típicos da atividade e já se encontram nas normas e legislação em geral, bem como já estar com todos os sistemas contratados e infraestrutura, inclusive espaço físico, plenamente operacional, sendo que entre registros e habilitações podem demandar, na prática, de seis meses a até um ano desde o início da idealização até o completo registro/habilitação e aprovações junto a terceiros parceiros para começar a operar. Nesse período os profissionais envolvidos já precisam se afastar de suas outras atividades no mercado. Passada a habilitação e adesões ela ainda precisa identificar parceiros como administradores fiduciários e canais de distribuição. Por outro lado, são muitos os que pensam em uma gestora independente com o simples projeto de segunda carreira, no sentido de abrir a terceiros a gestão que vem fazendo de seus próprios recursos acumulados em uma carreira no mercado financeiro, de capitais ou na tesouraria de grandes empresas.

⁴³ Taleb continua... *“Tudo que é projetado por pessoas que não arriscam a própria pele tende a ficar mais complicado (antes de seu colapso final). Não há absolutamente nenhum benefício para que alguém nessa posição proponha algo simples: quando uma pessoa é recompensada por percepção, não por resultados, ela precisa*

modo nenhum se gostaria de arriscar chegar nesse estágio, por isso se acredita na viabilidade e praticidade da proposta apresentada.

Não se pode deixar de considerar os riscos da padronização excessiva, na medida em que o próprio Taleb exemplifica que um mundo livre de erros não teria a penicilina e nem quimioterapia, dado que as descobertas médias em sua maioria são acidentais. Taleb (2018, pg. 262) As teorias econômicas e metodologias de gestão também estão a todo momento sendo revistas e reinventadas. Há muito já não se acredita na “eficiência dos mercados” e, portanto, seria ingênuo acreditar na “eficiência dos controles de risco” postos apenas com base no olhar histórico.

Por isso o autor é contra o Estado ditando o que se deveria estar fazendo. Para ele, somente a evolução sabe se a coisa "errada" está realmente errada, e que seguir um caminho diverso não deveria ser um problema, desde que se esteja arriscando a própria pele para permitir a seleção. Taleb (2018, pg. 262)

A proposta aqui colocada, à primeira vista, pode parecer ousada, mas não o é sob o prisma de Taleb que enuncia: *“a racionalidade não depende de fatores explanatórios verbalistas explícitos: é só o que ajuda a sobrevivência e evita a ruína.”* Taleb (2018, pg. 266) Tem-se bastante elementos para acreditar que manter gestores de recursos “arriscando a própria pele” é benéfico para o mercado e proporcional aos descontos regulatórios propostos.

*mostrar sofisticação. Qualquer um que já tenha submetido um artigo "acadêmico" a um periódico sabe que tornar o texto mais complicado que o necessário em geral aumenta a probabilidade de aceitação.”*Ibid. 9, pg 44.

Afinal, recorrendo uma última vez a obra de referência, “*na superfície, a racionalidade não parece racionalidade - assim como a ciência não parece ciência.*” Taleb (2018, pg. 259) (...)

“*Nem tudo o que acontece acontece por um motivo, mas tudo o que sobrevive sobrevive por um motivo. Racionalidade é gerenciamento de risco e ponto final.*” Taleb (2018, pg. 266)

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

TALEB, Nassim Nicholas. **Arriscando a própria pele**: assimetrias ocultas no cotidiano. Rio de Janeiro : Objetiva, 2018.

TALEB, Nassim Nicholas. **Antifragil**. Rio de Janeiro : Best Business, 2014.

BRASIL. Instrução da Comissão de Valores Mobiliários nº 555, de 17 de dezembro de 2014. Dispõe sobre a constituição, a administração, o funcionamento e a divulgação das informações dos fundos de investimento. Comissão de Valores Mobiliários. Diário Oficial da União, Brasília, DF, 23 dez. 2014.

BRASIL. Instrução da Comissão de Valores Mobiliários nº 306, de 05 de maio de 1999. Dispõe sobre a administração de carteira de valores mobiliários. Comissão de Valores Mobiliários. Diário Oficial da União, Brasília, DF, 10 mai. 1999.

BRASIL. Instrução da Comissão de Valores Mobiliários nº 409, de 24 de agosto de 2004. Dispõe sobre a constituição, a administração, o funcionamento e a divulgação de informações dos fundos de investimento. Comissão de Valores Mobiliários. Diário Oficial da União, Brasília, DF, 24 de ago. 2004.

BRASIL. Instrução da Comissão de Valores Mobiliários nº 558, de 26 de março de 2015. Dispõe sobre o exercício profissional de administração de carteiras de valores mobiliários. Comissão de Valores Mobiliários. Diário Oficial da União, Brasília, DF, 27 de mar. 2015.

ARCOVERDE, Letícia. O risco de ter um diretor olhando só para o risco. Valor Econômico, 27 jul. 2017. Disponível em <<https://www.valor.com.br/carreira/5055686/o-risco-de-ter-um-diretor-olhando-so-para-o-risco>>. Acesso em 15 jul. 2019.

BRASIL. Resolução do Conselho Monetário Nacional nº 4.656, de 26 de julho de 2018. Dispõe sobre a sociedade de crédito direto e a sociedade de empréstimo entre pessoas, disciplina a realização de operações de empréstimo e de financiamento entre pessoas por meio de plataforma eletrônica e estabelece os requisitos e os procedimentos para autorização para funcionamento, transferência de controle societário, reorganização societária e cancelamento da autorização dessas instituições. Banco Central do Brasil. Diário Oficial da União, Brasília, DF, 30 de jul. de 2018, Seção 1, p. 24-26.

BRASIL. Resolução do Conselho Monetário Nacional nº 4.553, de 30 de janeiro de 2017. Estabelece a segmentação do conjunto das instituições financeiras e demais instituições autorizadas a funcionar pelo Banco Central do Brasil para fins de aplicação proporcional da regulação prudencial. Banco Central do Brasil. Diário Oficial da União, Brasília, 31 de jan. de 2017, Seção 1, p. 25.

https://www.anbima.com.br/pt_br/noticias/industria-de-fundos-alcanca-r-5-trilhoes-de-patrimonio-liquido.htm

<http://www.cvm.gov.br/noticias/arquivos/2019/20190131-1.html>

<https://exame.abril.com.br/mundo/cronologia-criises-mais-graves-1929-572924/>

<http://www.hedgefundmarketing.org/hedge-fund-assets-under-management-reach-new-high/>

<https://www.sunoresearch.com.br/artigos/nassim-taleb/>

<https://verios.com.br/blog/master-feeder-fics/>