

São Paulo, 15 de abril de 2021.

À

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Superintendência de Desenvolvimento de Mercado – SDM

Rua Sete de Setembro, nº 111, 23º andar

20050-901, Rio de Janeiro – RJ

E-mail: audpublicaSDM0820@cvm.gov.br

Ref.: **Edital de Audiência Pública nº 08/2020 – Minuta de 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,

BlackRock Brasil Gestora de Investimentos Ltda., sociedade limitada com sede na Cidade de São Paulo, Estado de São Paulo, na Avenida Presidente Juscelino Kubitschek, nº 2.041 – Complexo JK, Torre E, 11º andar, conj. B, Vila Nova Conceição, CEP 04543-011, inscrita no Cadastro Nacional da Pessoa Jurídica ("**CNPJ**") sob o nº 10.979.208/0001-58, autorizada por esta D. Comissão de Valores Mobiliários ("**CVM**") para o exercício profissional de administração e gestão de carteiras de valores mobiliários pelo Ato Declaratório nº 10.568, emitido por esta D. CVM em 4 de setembro de 2009 ("**nós**" ou "**BlackRock**"), vem, respeitosamente, apresentar suas sugestões e comentários à minuta de instrução editada por esta D. CVM para disciplinar as alterações normativas relacionadas à constituição, ao funcionamento e à divulgação de informações dos fundos de investimento, bem como a prestação de serviços para os fundos ("**Minuta**"), objeto do Edital de Audiência Pública nº 08/2020, nos termos abaixo descritos.

I. INTRODUÇÃO

1. Antes de discorrer acerca dos nossos comentários à Minuta apresentada por esta D. CVM, gostaríamos inicialmente de parabenizá-los pela louvável iniciativa de inserir na regulamentação do mercado de capitais brasileiro práticas já consagradas mundialmente, continuando a construção (já iniciada quando da promulgação da Lei nº 13.874/19, a Lei da Liberdade Econômica – “**LLE**”) de fundações cada vez mais sólidas para a operação de uma indústria de fundos de investimento (“**Fundos de Investimento**”) ao mesmo tempo inovadora e responsável perante seus principais clientes, os investidores.

2. Ficamos também felizes em testemunhar mais um avanço que esta D. CVM promove à regulamentação desta classe de ativo, principalmente sob a ótica de redução do custo de observância. A BlackRock apoia integralmente esta iniciativa, na exata medida em que menores custos de observância tragam capacidade às indústrias ligadas ao mercado de capitais para inovação, desde que os direitos dos investidores e principalmente a transparência nas atividades seja mantida.

3. A BlackRock também aplaude o esforço desta D. CVM em permitir ao investidor local o acesso a uma gama cada vez maior de opções de investimentos internacionais. Como já manifestado em sede de nossos comentários ao Edital de Audiência Pública SDM nº 08/2019, que versava sobre BDRs e resultou na Resolução CVM nº 3/2020, com a alteração recente da conjuntura macroeconômica local, aliada à queda estrutural de juros e a verificação de uma tendência (inérita) de manutenção do cenário por um prazo mais longo, o público passa a direcionar sua visão para além da renda fixa e pensar em diferentes tipos de diversificação de carteira.

4. Mesmo antes desta mudança conjuntural, vimos advogando, inclusive com o prestimoso auxílio desta D. CVM, pela viabilidade regulatória de uma maior diversificação de carteiras pelo público local, principalmente no que tange a investimentos em renda variável e à diversificação internacional, como forma de também trazer ao mercado doméstico benefícios decorrentes de tais estratégias de investimento. Estudos da BlackRock e de outras fontes evidenciam que a diversificação internacional acaba reduzindo o risco de mercado de portfólios, notadamente dada a menor correlação entre as diferentes classes de ativos¹.

¹ Para maiores informações, por gentileza acessar: <https://www.blackrock.com/br/estrategias/investimento-internacional> e <https://www.blackrock.com/br/educacao/portfolio-construcao/diversificacao-investimentos>.

5. Nossa crença na importância de maior diversificação – incluindo também a diversificação internacional – se reflete claramente nos veículos de investimento geridos pela BlackRock no Brasil, quais sejam: (i) Fundos de Investimento regulados pela Instrução CVM nº 555, de 17 de dezembro de 2014, conforme alterada (“**ICVM 555**”), na modalidade Investimento no Exterior e destinados a investidores qualificados (“**Fundos no Exterior**”); e (ii) Fundos de Índice regulados pela Instrução CVM nº 359, de 22 de janeiro de 2002, conforme alterada (“**ICVM 359**”), referenciados em índices subjacentes de renda variável local e de renda variável internacional (“**Fundos de Índice 359**”). Mais recentemente, a atuação do Banco B3 S.A. como banco depositário de BDR-ETFs emitidos conforme autorizados pela ICVM 359 (“**BDRs de ETF**”), lastreados em ETFs internacionais do grupo BlackRock (consequentemente, com aprovação do grupo econômico), reforça mais ainda este compromisso da BlackRock.

6. Da mesma forma que os BDRs de ETF, uma maior flexibilização para que os Fundos de Investimento possam investir no exterior, conjuntamente com a possibilidade de as cotas destes mesmos Fundos de Investimento serem ofertadas a investidores em geral, colabora ainda mais com a paulatina e responsável flexibilização de investimentos internacionais a investidores locais por parte desta D. CVM. Entendemos a Minuta como mais um passo extremamente salutar em direção a um mercado de capitais brasileiro alinhado às melhores práticas globais e com opções de fácil acesso em várias classes de ativos, no Brasil e no exterior, para que os investidores brasileiros consigam investir de forma diversificada e alcançar seus objetivos.

7. Por fim, entendemos como extremamente oportunas as propostas desta D. CVM em relação à transparência sobre o pagamento de taxas e comissões, principalmente no que tange ao *disclosure* mais efetivo de conflitos de interesse. Sabemos que estas são discussões havidas no mundo todo e que esta D. CVM, de maneira acertada, não se furtará de trazê-las à baila.

8. Nossos comentários, conforme V.Sas. poderão notar, são focados principalmente em tentar trazer à atenção desta D. CVM a experiência internacional e a leitura da BlackRock do que podem ser consideradas “melhores práticas internacionais” relativas aos novos temas trazidos pela LLE e pela Minuta, especialmente no que se refere à divisão de um fundo em *share classes* e *subclasses*, processos de liquidação, responsabilidade limitada dos cotistas e dos prestadores de serviço, bem como ao uso de derivativos e alavancagem. Nosso escopo de comparação abrangeu as jurisdições dos Estados Unidos e da Europa, sobretudo aqueles veículos de investimento regulados pela

Diretiva *Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities* (“UCITS”) da União Europeia.

9. Além disso, teceremos nossas opiniões relacionadas aos critérios de investimento por parte de Fundos de Investimento em ativos no exterior, para que os critérios a serem propostos por esta D. CVM na Minuta consigam idealmente não apenas permitir ao investidor (principalmente o de varejo) acesso a mais opções de veículos de investimento domiciliados fora do Brasil como também conferir a tal investidor proteção adequada, equivalente ou comparável à proteção regulatória dada a investidores dotados do mesmo perfil ou grau de sofisticação em outras jurisdições.

10. Nosso terceiro foco é o tratamento dos BDRs de ETF na Minuta e a proposição de ajustes à linguagem proposta, objetivando clareza ainda maior quanto à definição e ao seu tratamento pelos gestores e administradores de Fundos de Investimento. Outros comentários serão feitos de forma pontual.

II. PRÁTICA INTERNACIONAL – DIVISÃO DE FUNDO EM CLASSES E SUBCLASSES DE COTAS

11. Em relação ao tema da divisão dos Fundos de Investimento em classes e subclasses de cotas, nossa opinião é a de que as novas regras propostas por esta D. CVM na Minuta estão geralmente alinhadas à prática internacional identificada pela BlackRock.

12. Interessante notar que, de maneira ligeiramente diferente do que a Minuta preconiza, tanto as regras dos Estados Unidos quanto as regras UCITS trazem um foco maior nas classes e subclasses de cotas do que nos fundos propriamente ditos.

13. Nestas jurisdições, por exemplo, assembleias de cotistas podem acontecer em relação ao fundo como um todo (equivalente à proposta de Assembleia Geral de Cotistas, prevista na Minuta em seu Art. 64), em relação a uma classe de cotas específica (equivalente à proposta de Assembleia Especial de Cotistas, prevista na Minuta em seu Art. 65) ou até mesmo somente com cotistas pertencentes a uma subclasse específica (sem equivalente na Minuta).

14. Indo mais além, é possível arguir que a regra nestes casos é a assembleia de classes. Dado que o Fundo de Investimento se configura como uma estrutura “guardachuva”, debaixo da qual classes de diferentes categorias convivem, esta predominância

das assembleias de cotistas de uma classe específica faz sentido. Consequentemente, entendemos que a replicação de estrutura similar na regulação brasileira deveria ser acompanhada da priorização da Assembleia Especial para deliberação acerca dos temas pertinentes a cada classe, reduzindo assim as hipóteses de Assembleia Geral de Cotistas aos casos excepcionais em que as respectivas matérias sujeitas a deliberação sejam indistintamente atinentes a todos os cotistas do Fundo de Investimento.

15. A nosso ver, e caso esta D. CVM entenda pertinente, a melhor forma de operacionalizar essa diretriz seria (i) deslocar o máximo possível de deliberações para a competência da Assembleia Especial de Cotistas, (ii) deixar claro no Art. 65 a competência residual da Assembleia Especial de Cotistas para tratar de assuntos não mencionados nas listas de competências de cada Assembleia e (iii) permitir a reunião e deliberação de uma determinada subclasse em assembleias específicas, para que assuntos pertinentes somente a uma subclasse possam ser discutidos de maneira exclusiva pelos cotistas investidores de tal subclasse.

16. Também nos parece pertinente sugerir que esta D. CVM permita que Fundos de Investimento possuam classes de diferentes categorias. Neste caso, e após observação da prática de mercado internacional, o melhor limite nos parece ser no sentido de que Fundos de Investimento permitam somente classes reguladas por um mesmo Anexo Normativo. Por mais que ir além deste limite cause uma eventual economia de custos, as diferenças de como cada tipo de veículo opera tem potencial razoável de causar confusão aos investidores, principalmente aqueles que não possuem traquejo na interpretação da documentação de Fundos de Investimento.

17. Especificamente em relação às subclasses, nota-se nos mercados internacionais usados na comparação a possibilidade de se diferenciar subclasses de uma determinada classe por existência de proteção contra risco cambial (*hedge* de moedas). Entendemos que esta possibilidade é ótima para o mercado como um todo, pois identifica claramente um dos riscos que os investidores daquela subclasse específica correm ou deixam de correr.

18. Nesse sentido, sugerimos que do rol constante do Art. 7º do Anexo Normativo I também conste a possibilidade de se diferenciar subclasses de cotas por existência de operações de proteção contra risco cambial, alinhando-se mais ainda a estrutura de subclasses de cotas ao que se verifica em mercados internacionais relevantes e com benefícios de clareza aos investidores.

III. PRÁTICA INTERNACIONAL – RESPONSABILIDADE LIMITADA DE COTISTAS E PRESTADORES DE SERVIÇO

19. Avanço muito relevante para todos os envolvidos na cadeia de Fundos de Investimento, a limitação de responsabilidade de cotistas e prestadores de serviço em muito contribuirá para a convergência da regulação brasileira com as respectivas regras aplicáveis aos fundos das mais relevantes jurisdições estrangeiras.

20. Tal limitação é expressa na regulamentação e nas indústrias de fundos estrangeiras e se respalda em conceitos, regras e precedentes extremamente consolidados. Achamos importante que esta D. CVM seja cuidadosa ao extremo quando menciona responsabilidade de tais integrantes da cadeia de Fundos de Investimento, sempre deixando clara esta limitação de responsabilidade, da mesma forma que fez a LLE ao inserir no Código Civil o *caput* do Art. 1.368-E².

21. Assim, a BlackRock entende que a linguagem de limitação de responsabilidade dos prestadores de serviço constante da LLE deve ser replicada integralmente na Minuta, mediante a inclusão de um Parágrafo Segundo ao Art. 18 da Resolução, onde se mencione que os prestadores de serviço não respondem pelas obrigações de cada classe de cotas, salvo nas hipóteses de prejuízos causados quando procederem com dolo ou má-fé.

22. Ainda, dada a importância desta alteração de um dos pilares da indústria de fundos e para que não parem dúvidas quanto à prevalência do novo regime de limitação de responsabilidade no plano infralegal, a opinião da BlackRock é a de que esta D. CVM deve aproveitar a alteração de paradigma já proposta na Minuta e ir além, estabelecendo a responsabilidade limitada dos cotistas como regra aplicável aos Fundos de Investimento e suas classes, inclusive em caso de silêncio do Regulamento a respeito; de outra parte, a responsabilidade ilimitada deve ser exceção e demandar tanto previsão expressa no Regulamento daquele Fundo de Investimento (ou anexo de sua classe), quanto redação nesse sentido em todo e qualquer material do fundo, incluindo lâmina, termo de ciência e assunção de responsabilidade ilimitada (conforme acertadamente proposto por esta D. CVM no Art. 20 da Minuta) e materiais de divulgação.

² “Art. 1.368-E. Os fundos de investimento respondem diretamente pelas obrigações legais e contratuais por eles assumidas, e os prestadores de serviço não respondem por essas obrigações, mas respondem pelos prejuízos que causarem quando procederem com dolo ou má-fé.”

23. A previsão acima sugerida estipularia uma regra geral e uma solução normativa para o caso de silêncio dos documentos do Fundo de Investimento ou classe a esse respeito, ao mesmo tempo em que conferiria à limitação de responsabilidade a prevalência que o tema merece no plano normativo.

IV. PRÁTICA INTERNACIONAL – PROCESSO DE LIQUIDAÇÃO

24. A adoção de um regime de insolvência para os fundos de investimento deve ser encarada como um avanço na regulamentação aplicável à indústria, sem sombra de dúvidas. Também sentimos que, de maneira geral, a LLE traz as bases necessárias para o bom transcorrer destes processos, principalmente **a limitação da responsabilidade de cotistas e prestadores de serviço**, de acordo com nossos comentários acima.

25. Os preceitos da LLE e as propostas da Minuta se alinham, em geral, à prática internacional nesse sentido. Algumas diferenças são inerentes à forma sob a qual os Fundos de Investimento são estruturados e, em sede desta consulta pública, não poderão ser abordados, fato que reconhecemos ao fazermos nossos comentários.

26. A primeira diferença que notamos é a própria existência de um processo de declaração de insolvência do Fundo de Investimento, a ser buscada por vias judiciais. Este não é o caso nos levantamentos que fizemos nas jurisdições analisadas: nestas, o processo de liquidação de fundos passa por análise dos próprios fundos e de seus órgãos de governança. Tais observações não eliminam obviamente a possibilidade de judicialização de tais processos, mas, via de regra, a competência da análise é do próprio fundo, sem a existência de processos específicos semelhantes à “falência” de um veículo de investimento.

27. Parte desta diferença, a nosso ver, passa pela existência de *Fund Boards* ou *Boards of Directors*, os quais contam com “diretores independentes” e um tipo de governança hoje inexistente na regulação brasileira, tampouco constante da Minuta. A existência de uma instância independente com grande *expertise* e responsabilidade sobre as decisões que tomam em nome dos cotistas traz legitimidade às deliberações e aprimora o processo decisório, resultando em uma menor premência ou necessidade de que um terceiro (no caso brasileiro, o Judiciário) verifique a conformidade e adequação do processo de insolvência e liquidação de um fundo.

28. Neste caso, por ser uma exigência advinda de Lei Federal, entendemos que esta D. CVM não possui flexibilidade em sede de regulação específica para se distanciar do

procedimento judicial proposto pela LLE e se aproximar mais da prática internacional. De qualquer forma, entendemos que este apontamento ainda é pertinente para futuras discussões, tanto em relação ao processo de insolvência de um Fundo de Investimento quanto no tocante à eventual adoção de órgão de governança similar aos *Fund Boards* estrangeiros no Brasil. Como de praxe, a BlackRock se coloca à total disposição desta D. CVM no que puder contribuir nas discussões, especialmente quanto à prática internacional relativa aos *Fund Boards*.

29. A esse respeito, cabe também ponderar que a prática internacional é extremamente taxativa quanto ao fato de que, por consequência direta da existência de patrimônio segregado, a liquidação por conta de patrimônio líquido negativo deve sempre ocorrer em relação a uma classe específica e não em relação à totalidade do Fundo de Investimento.

30. Isso é muito importante. Toda a clareza que esta D. CVM puder imprimir a este fato na Resolução resultante da Minuta não será exagerada. Assim, por exemplo, entendemos que os Arts. 105 e seguintes da Minuta devem exclusivamente fazer menção a classes de fundos, e não a fundos em si, de forma a se deixar cristalina a impossibilidade de a insolvência de uma classe contaminar outras classes de um mesmo Fundo de Investimento, sob pena de se aniquilarem o propósito e os principais benefícios da própria segregação de patrimônio que a regulação introduz no plano infralegal bem como se propiciar, ainda que de forma indireta, uma eventual e indevida transferência de riqueza entre classes solventes e insolventes de um mesmo Fundo de Investimento. Alternativamente, esta D. CVM pode inserir linguagem expressa na Minuta de forma a esclarecer que esta hipótese de contaminação entre classes e, por conseguinte, a insolvência do Fundo de Investimento como um todo (e não de sua classe) não se aplica.

31. Esta providência também se torna necessária uma vez que, por força da necessidade de um processo judicial de declaração de insolvência, operadores do direito que não necessariamente tenham familiaridade com as regras desta D. CVM e/ou com as intenções do legislador ao estabelecer os preceitos da LLE podem confundir-se quanto a esta possibilidade, o que poderia ajudar a materializar um precedente altamente perigoso e deletério para a indústria e principalmente para os cotistas.

32. Por fim, e como consequência direta do item III (Prática Internacional – Responsabilidade Limitada de Cotistas e Prestadores de Serviço) acima, nos parece que o capítulo da Resolução que resulte da Minuta deve ser taxativo quanto à responsabilidade dos prestadores de serviço do Fundo de Investimentos também em

relação a casos de declaração de insolvência. Pelo mesmo motivo acima aventado, não tomar este cuidado poderá abrir espaço para que discussões e precedentes judiciais desvirtuem o novo instituto e causem prejuízos à indústria de fundos.

33. Para esta finalidade, a BlackRock entende que a linguagem de limitação de responsabilidade dos prestadores de serviço constante da LLE também deve ser reforçada na Minuta por meio da inclusão de um parágrafo ao Art. 109 à Resolução que faça menção ao Art. 18 (conforme alterado nos termos da sugestão acima) e reitere que, mesmo em caso de insolvência do Fundo de Investimento, os prestadores de serviço não respondem pelas obrigações de cada classe de cotas, salvo nas hipóteses de prejuízos causados quando procederem com dolo ou má-fé.

V. PRÁTICA INTERNACIONAL – DERIVATIVOS E ALAVANCAGEM

34. A contratação de operações de derivativos pelos veículos de investimento e, mais especificamente, o uso de alavancagem são assuntos polêmicos. Ambas são ferramentas de grande utilidade, mas que podem ter impactos – desejados ou não – significativos no patrimônio de qualquer tipo de investidor, do profissional ao varejo.

35. A BlackRock entende que uma boa regulação do tema é aquela que permite o uso destas ferramentas de maneira responsável. Entendemos ser importante resistir à tentação de se eleger “vilões” dentre os mecanismos financeiros disponíveis, mas em lugar disso buscar formas de se direcionar a atuação dos *players* de mercado para o uso responsável de tais expedientes e mitigar riscos, principalmente aqueles com possibilidade de maior impacto no sistema.

36. No caso de derivativos e alavancagem, a prática internacional converge no sentido de que ambas as jurisdições analisadas estabelecem limites em relação à alavancagem.

37. No caso dos Estados Unidos, a *Securities and Exchange Commission* (“**SEC**”) vem recentemente discutindo a questão do uso de derivativos e a alavancagem em fundos de investimento de maneira exaustiva. Tal discussão deu origem à chamada *Rule 18(f)-4*³, em vigor desde 19 de fevereiro de 2021, à qual as entidades sujeitas deverão se adaptar até 19 de agosto de 2022. Mesmo no período de adaptação, já é possível

³ Disponível em: <<https://www.sec.gov/rules/final/2020/ic-34084.pdf>>. Último acesso em: 10 abril de 2021.

notar que o regulador de mercado de capitais estadunidense se ocupou do assunto com atenção e chegou a conclusões importantes, quais sejam:

- (i) A regra considera como derivativos dentro do escopo das limitações somente aqueles que envolvam a assunção, pelo fundo, de uma obrigação de pagamento futura. Por exemplo, a compra de uma opção padronizada negociada em bolsa de valores, por envolver somente o pagamento de prêmio no instante da contratação, assemelhar-se-ia a um investimento como qualquer outro e não precisaria ser considerada para fins dos controles de alavancagem e derivativos.
- (ii) A necessidade de que gestores e administradores de fundos possuam políticas de gerenciamento de riscos específicas para operações de derivativos. Tais políticas devem estabelecer uma abordagem baseada em risco, *guidelines* claros de como determinados fundos podem contratar operações de derivativos, e realização de testes de estresse e *backtesting*, dentre outros requisitos mais granulares.
- (iii) Limites de alavancagem estabelecidos em função de cálculos de *Value-at-Risk* (VaR) relativos (caso em que o limite seria calculado relativamente a uma carteira de referência sem alavancagem) e absolutos (nos casos em que o gestor não conseguisse encontrar tal carteira de referência, usar-se-ia limites absolutos em relação ao patrimônio do fundo).
- (iv) Limites de alavancagem relativos de 200% a 250% do VaR do “índice designado”, que seriam determinados pela política de gerenciamento de riscos de derivativos como sendo o índice não alavancado daquela determinada carteira.
- (v) Limites de alavancagem absolutos de 20% do patrimônio líquido do fundo.
- (vi) Limites aplicáveis a fundos independentemente da qualificação de investidores, ou seja, tais limites continuam válidos mesmo se o fundo for destinado somente a investidores qualificados ou profissionais.
- (vii) Regras de reporte de ultrapassagens deste limite aos *Fund Boards* e à SEC (incluindo planos de solução do problema), prazo de carência de 5 (cinco) dias, e manutenção da prerrogativa do gestor de manter os derivativos contratados (evitando a liquidação de posições em condições extremamente adversas) e

contratar outras operações (permitindo o uso responsável da ferramenta até mesmo na solução do problema) durante o processo de remediação da ultrapassagem dos limites.

- (viii) Isenção da obrigação de manutenção de um programa de gerenciamento de risco de derivativos mais robusto e dos limites quantitativos caso os fundos se limitem a uma exposição a derivativos (medida pelo valor nocional das operações contratadas que envolvam pagamentos futuros) de até 10% de seu patrimônio líquido.
- (ix) Operações com fim exclusivo de *hedge* não entrariam no cômputo do total de exposição a derivativos para fins do limite de 10% mencionado acima; as operações de derivativos que se cancelem devem ser consideradas pelo seu valor nocional líquido para cômputo do limite, se negociadas com a mesma contraparte.

38. O resumo acima é somente uma tentativa de destacar alguns dos pontos principais de como a SEC regulou o uso de derivativos por parte de fundos de investimento, não um rol ou descrição exaustivos de todas as considerações relativas ao tema. Sugerimos a esta D. CVM no que tange a esta discussão que, se entender conveniente, refira-se ao documento equivalente ao relatório de audiência pública pertinente à respectiva regra da SEC⁴.

39. Os limites das regras UCITS são similares, porém quantitativamente mais restritivos. Não há limites para operações de derivativos desde que a exposição seja coberta pelos ativos do fundo (ausência de alavancagem); os prospectos de cada fundo devem, na seção relativa a cada classe de cotas, determinar para quais finalidades tal classe pode utilizar derivativos; os limites de alavancagem também não levam em consideração determinados tipos de derivativos mais simples, que não gerem exposição incremental para uma classe de cotas; e estes últimos não são levados em consideração para o cômputo de consumo de limites.

40. Gostaríamos de deixar formalizado o nosso apoio à iniciativa desta D. CVM ao regular o uso de derivativos; isto é necessário e segue a tendência mundial neste particular. Contudo, a BlackRock entende ser premente que, ao enveredar por este espinhoso caminho de regulação de tais ferramentas, esta D. CVM privilegie formas de

⁴ Disponível em: <<https://www.sec.gov/rules/final/2020/ic-34084.pdf>>. Último acesso em: 10 de abril de 2021.

controle que levem em conta as nuances de cada operação e o risco trazido às carteiras, ao mesmo tempo em que permita aos *players* de mercado ainda se utilizarem destes ativos que podem facilitar (em alguns casos, até viabilizar) a gestão de Fundos de Investimento.

41. Entendemos que os métodos de controle adotados pela SEC dos Estados Unidos são um bom norte a se seguir em termos de se compatibilizar limites e governança com flexibilidade.

42. Nesse sentido, respeitosamente somos da opinião de que tal arcabouço parece preferível ao controle de alavancagem somente por meio de margem, conforme proposto por esta D. CVM na Minuta. Se a Resolução final mantiver a redação proposta, a indústria de fundos brasileira terá problemas estruturais e operacionais complexos de se transpor para viabilizar o uso dos derivativos.

43. A ideia de uso do *Value-at-Risk* como métrica de base no cálculo, a adoção de cálculos de VaR relativo como regra e o estabelecimento de limites quantitativos baseados nestes cálculos permite o uso mais livre de derivativos, ao mesmo tempo em que possibilita aferir seus impactos dentro do fundo e limitar a alavancagem que pode ser prejudicial ao sistema.

44. A metodologia proposta pela SEC, portanto, viabiliza a análise da quantidade de risco que tais derivativos estão efetivamente trazendo ao fundo; pode até haver casos em que tais operações diminuam o risco da carteira e, portanto, seu uso não deveria ser impedido. Também é um mecanismo que permite ajustar os limites de acordo com a classe de ativos investidos, tendo em vista o uso de um *designated index* ligado profundamente ao portfólio analisado. Neste caso, por exemplo, fundos de renda fixa indexados não deveriam ter limites altos, dado que o VaR da carteira sem alavancagem seria pequeno, ao passo que um limite absoluto poderia incentivar alavancagens desproporcionais.

45. Reconhecemos que o VaR não pode ser o único critério para gerenciamento de risco de derivativos – por isso a importância de uma política de gerenciamento de riscos de derivativos, com outras métricas que cubram o “flanco” de tal metodologia, os chamados riscos de cauda. No entanto, parece ser uma ótima metodologia para monitoramento de limites de alavancagem – isso asseguraria, inclusive, um grande alinhamento entre as regras do Brasil e aquelas dos EUA e UCITS, que preveem limites parecidos em seus respectivos âmbitos.

46. Também entendemos extremamente interessante a regulação da SEC referente à adoção de um limite alternativo de 10% do patrimônio líquido do fundo, observado que das classes de cotas que elegessem ter este limite não seriam exigidos controles tão robustos de gerenciamento de risco de derivativos.

47. Caso esta D. CVM entenda pertinente, sugerimos que seja inserida na norma final alguma isenção qualitativa de cômputo de operações de *hedge* nos limites estabelecidos para o uso de derivativos e alavancagem.

48. Por fim, sugerimos que nos limites de exposição a derivativos sejam consideradas as exposições líquidas de um determinado Fundo de Investimento quando este contratar operações de derivativos com uma mesma contraparte. Nesta última hipótese, caso esta D. CVM queira trazer segurança jurídica adicional quanto à consideração de exposições líquidas, pode condicionar a possibilidade de tais cálculos à existência de um Acordo de Compensação entre as partes, conforme os ditames da Resolução CMN nº3.263/2005 (conforme alterada).

VI. BDRs DE ETF COMO ATIVOS DOMÉSTICOS

49. É do nosso conhecimento que esta D. CVM publicou recentemente o Ofício-Circular nº 01/2021/CVM/SIN ("**Ofício 01/21**"), que versa a respeito da consideração de certos ativos como domésticos sob a égide da ICVM 555 para fins dos limites de aplicação e diversificação lá previstos. Esta D. CVM demonstrou, por meio do Ofício 01/21, o entendimento de que cotas de Fundos de Índice 359 que repliquem índices estrangeiros seriam considerados ativos domésticos. Observadas algumas exceções, a lógica seria a de que "ativos negociados no País, ainda que possam se referir, ser lastreados ou possuir fator de risco subjacente preponderantemente estrangeiro, devem ser considerados como ativos domésticos".

50. Seguindo a mesma lógica, o Art. 2º, inciso I, do Anexo Normativo I da Minuta corretamente inclui os BDRs na definição de "ativos financeiros" (e não de "ativos financeiros no exterior"), de modo que BDRs, assim como as cotas de Fundos de Índice 359 que repliquem índices estrangeiros, também são ativos domésticos.

51. Além disso, a Minuta parece prever, também no Art. 43, parágrafo 5º, do Anexo Normativo I, que BDRs em geral seriam considerados ativos domésticos, conforme a seguinte linguagem:

"§ 5º A aplicação de recursos em BDR Nível I está dispensada de observância aos limites de concentração por emissor e por modalidade de ativo financeiro dispostos neste Anexo I para os investimentos no exterior, devendo as aplicações em BDR serem computadas nos cálculos dos referidos limites em conjunto com as aplicações em ativos domésticos." (grifos nossos)

52. Recepcionamos com alegria o conceito geral aventado por esta D. CVM, tanto em sede do Ofício 01/21 quanto na Minuta. Concordamos expressamente com o conceito de que tais ativos devem ser considerados ativos domésticos para fins dos limites estabelecidos no Anexo Normativo.

53. No entanto, causa-nos preocupação a inconsistência dos termos utilizados na redação do Art. 43, parágrafo 5º, destacado acima, bem como a definição problemática do termo "BDR" no artigo Art. 2º, inciso V. A redação do Art. 43, parágrafo 5º, da forma em que se encontra, ora menciona somente BDRs Nível I e, depois, BDRs em geral. Além de poder causar confusão, ambos os termos utilizados atualmente excluem do escopo do texto regulatório os BDRs de ETF, fato com o qual não concordamos.

54. Esta exclusão se deve pelo fato de a definição de BDR constante do Art. 2º, inciso V, do Anexo Normativo I⁵ abranger somente BDR-Ações e BDR-Dívida Corporativa. Os BDRs de ETF, por sua vez, foram definidos em inciso separado do mesmo artigo (Art. 2º, inciso VI⁶), apartados da definição geral de BDR.

55. Sem entrar no mérito de tal exclusão ter sido intencional ou fruto da imprecisão terminológica quanto às definições de BDR, entendemos que esta D. CVM deveria incluir na redação do Art. 43, parágrafo 5º, os BDRs de ETF. Com isso, dar-se-ia a estes ativos o mesmo tratamento conferido aos Fundos de Índice 359 que seguem índices estrangeiros por meio do Ofício 01/21 e também aos BDR-Ações e BDR-Dívida Corporativa na própria Minuta. À luz da regra geral indicada por esta D. CVM no Ofício 01/21 de que ativos negociados no País devem ser tidos como ativos domésticos – independentemente dos principais fatores de risco ou ativos subjacentes serem

⁵ "V – certificados de depósito de valores mobiliários – BDR: certificados emitidos por instituição depositária no Brasil e representativos de valores mobiliários de emissão de companhia aberta ou semelhante cuja sede esteja localizada:

a) no exterior, no caso de certificados de depósito de ações negociadas no exterior ("BDR-Ações"); e
b) no País ou no exterior, no caso de certificados de depósito de valores mobiliários representativos de títulos de dívida ("BDR-Dívida Corporativa")."

⁶ "VI – certificados de depósito de cotas de fundos de índice – BDR: certificados representativos de cotas de fundos de índice admitidas à negociação em mercados organizados de valores mobiliários no exterior, emitidos por instituição depositária no Brasil ("BDR-ETF")."

estrangeiros –, entendemos que esta D. CVM precisa estender a aos BDRs de ETF o tratamento de ativo doméstico.

56. Nesse contexto, e caso V. Sas. entendam pertinente, a fim de se aperfeiçoar a redação da Minuta para contemplar as referidas considerações e circunstâncias, propomos a essa D. CVM a alteração do artigo 43, parágrafo 5º da Minuta, conforme os trechos abaixo destacados em negrito:

*"§ 5º A aplicação de recursos em **BDR e em BDR-ETF estão dispensadas** de observância aos limites de concentração por emissor e por modalidade de ativo financeiro dispostos neste Anexo I para os investimentos no exterior, devendo as aplicações em **BDR e em BDR-ETF** serem computadas nos cálculos dos referidos limites em conjunto com as aplicações em ativos domésticos."*

57. Caso esta D. CVM não entenda ideal a redação proposta acima, sugerimos alternativamente que as definições dos diferentes tipos de BDR sejam separadas em incisos individuais do Art. 2º do Anexo Normativo I, bem como que seja criada uma nova definição de BDR que abranja as três espécies do ativo.

58. Nesse contexto, e caso V. Sas. entendam pertinente, a fim de se aperfeiçoar a redação da Minuta para contemplar as referidas considerações e circunstâncias, propomos a essa D. CVM a alteração das definições constantes do Artigo 2º da Minuta, conforme os trechos abaixo destacados em negrito, e com a consequente renumeração dos incisos seguintes:

"V – certificados de depósito de valores mobiliários – BDR-Ações: certificados emitidos por instituição depositária no Brasil e representativos de valores mobiliários de emissão de companhia aberta ou assemelhada cuja sede esteja localizada no exterior;
VI – certificados de depósito de valores mobiliários – BDR-Dívida Corporativa: certificados emitidos por instituição depositária no Brasil e representativos de valores mobiliários de emissão de companhia aberta ou assemelhada cuja sede esteja localizada no País ou no exterior.
VII – certificados de depósito de cotas de fundos de índice – BDR-ETF: certificados representativos de cotas de fundos de índice admitidas à negociação em mercados organizados de valores mobiliários no exterior, emitidos por instituição depositária no Brasil.
VIII – BDR: BDR-Ações, BDR-Dívida Corporativa e BDR-ETF, quando mencionados de forma conjunta nesta Resolução."

VII. BDRs DE ETF COMO ATIVOS FINAIS

59. Ainda em relação aos BDRs de ETF, parabenizamos a iniciativa desta D. CVM de inseri-los como ativos elegíveis para receberem investimentos por parte dos Fundos de Investimento. Esta classe de ativos recém regulada e disponibilizada no mercado vem ganhando tração e se mostrando uma ferramenta importante para os veículos de investimento locais.

60. Causou-nos espécie, contudo, ouvir relatos de opiniões de participantes do mercado que preconizam a consolidação dos ETFs internacionais subjacentes aos BDRs de ETF à carteira do Fundo de Investimento local. Não nos parece correta a interpretação, dado que ao BDR de ETF se aplicam substancialmente os mesmos requisitos regulatórios de transparência e *disclosure* de informações a investidores aplicáveis aos Fundos de Índice 359 (incluindo os que replicam índices estrangeiros).

61. Por conta de tal semelhança na regulamentação a respeito de obrigações de *disclosure*, trazemos à baila novamente o teor dos nossos comentários ao Edital de Audiência Pública SDM nº 04/2014, do qual resultou a elaboração da ICVM 555, quanto ao fato de um Fundo de Índice 359 ser considerado um "ativo final".

62. Nesse sentido, recordamos o entendimento desta D. CVM a respeito do tema desde a vigência da Instrução CVM nº 409, de 18 de agosto de 2004, conforme alterada ("**ICVM 409**"), conforme expresso no Ofício/CVM/SIN/GIF/Nº 0656/2009, no qual consta o esclarecimento de que as cotas de qualquer Fundo de Índice 359 devidamente registrado na CVM e negociadas em bolsa de valores ou entidade de balcão organizado devem ser consideradas ativos finais, independentemente dos títulos e valores mobiliários subjacentes, para fins de atendimento dos limites de concentração por emissor (art. 86) e limites de concentração por modalidades de ativo financeiro (art. 87) da ICVM 409.

63. O mesmo posicionamento é corroborado pelo Ofício-Circular/CVM/SIN/Nº 04/2010, no qual esta D. CVM considerou o Fundo de Índice 359 como emissor para efeitos de atendimento do limite de concentração por emissor e as cotas de emissão de Fundos de Índice 359 como ativo financeiro para fins do limite de concentração por modalidade de ativo financeiro (*i.e.*, ativos finais), independentemente dos títulos e valores mobiliários mantidos em carteira pelos respectivos Fundos de Índice 359.

64. O entendimento contido no Ofício-Circular acima citado foi mantido ao longo dos anos (vide Ofício-Circular/CVM/SIN/Nº 10/2013, que trata de atualizações ao mesmo tema) e, quando da promulgação da ICVM 555, foi cristalizado tanto no Art. 85, parágrafo 6º, inciso I (não considerar taxas de fundos de índice para o estabelecimento de taxas mínimas e máximas), quanto no Art. 122, parágrafo 1º, inciso II (que isenta os Fundos de Investimento de consolidar os ativos de fundos de índice por ele adquiridos).

65. Entendemos que este tratamento de ativo final deve ser estendido aos BDRs de ETF, dado que o certificado de depósito em si é considerado para os limites relevantes estabelecidos na Minuta; além disso, a regulamentação do BDR de ETF muito se assemelha a de um Fundo de Índice 359, tendo qualquer investidor acesso às informações necessárias sobre a carteira do fundo de maneira extremamente transparente.

66. Eventuais manifestações em sentido contrário podem gerar assimetrias regulatórias indevidas ou mesmo desvantagens operacionais injustas quando um Fundo de Investimento opta por comprar BDRs de ETF ao invés de adquirir cotas de ETFs internacionais diretamente. Nossa intenção é a de buscar manter o “campo de jogo” nivelado para ambos os lados: dado que a Minuta já prevê no Art. 64, parágrafo 1º, inciso II, de seu Anexo Normativo I que fundos de índice estão dispensados da consolidação de carteira (incluindo ETFs internacionais, uma vez que esta D. CVM não define o domicílio do fundo como critério), nada mais justo que se estender aos BDRs de ETF o mesmo tratamento.

67. À luz dessas considerações, e a fim de se refinar a redação da Minuta para contemplar as referidas considerações e circunstâncias, propomos a essa D. CVM a inserção de uma alínea (III) no parágrafo 1º do artigo 64 do Anexo Normativo I da Minuta, conforme abaixo destacado em negrito:

"Art. 64. Os fundos de investimento são obrigados a consolidar as aplicações dos fundos investidos, para cada classe de cotas.

§ 1º Ficam dispensadas da obrigação de que trata o caput as aplicações realizadas em:

I – fundos geridos por terceiros não ligados ao administrador ou ao gestor da classe investidora; e

II – fundos de índice negociados em mercados organizados; e

III – BDR-ETF."

VIII. INVESTIMENTO NO EXTERIOR – CRITÉRIOS PARA FUNDOS DE INVESTIMENTO DESTINADOS A INVESTIDORES DE VAREJO

68. Nossa primeira impressão ao verificar a nova configuração das regras para investimento no exterior foi a de que esta D. CVM acertou ao estabelecer uma crescente de exigências, a depender do público-alvo do Fundo de Investimento que invista no exterior. A proposta constante da Minuta, a nosso ver, consegue atingir um equilíbrio importante entre proteção ao investidor e flexibilidade para que se criem novas formas de se acessar mercados estrangeiros.

69. Também vale ressaltar que a indústria de fundos brasileira vem, desde a promulgação da ICVM 555, usando a autorização dada por esta D. CVM para criar veículos destinados a investidores qualificados e que invistam parcela relevante de seu patrimônio no exterior. As regras consagradas pela experiência prática da indústria, hoje presentes notadamente no Art. 101, parágrafo 1º, e no Anexo 101 da ICVM 555, foram testadas e permitiram que se criasse um nicho mais abrangente dentro da oferta de produtos aos investidores locais. Nesse particular, a incorporação das regras do Anexo 101 ao texto do Anexo Normativo I nos parece interessante e acertada.

70. Exatamente por ter passado por este processo de amadurecimento, entendemos que a regulação já se encontra preparada para dar um passo além em dois quesitos: (i) aquele já preconizado na Minuta, de permitir a fundos destinados a investidores de varejo maior acesso a investimentos no exterior; e (ii) a alteração redacional de certos requisitos, de forma a permitir que cotas ou outros valores mobiliários emitidos por fundos internacionais provenientes de um maior número de jurisdições possam ser subscritos ou adquiridos por Fundos de Investimento.

71. Mais especificamente em relação ao segundo ponto, é notória a inspiração desta D. CVM nas regras UCITS para criar o Anexo 101 da ICVM 555. Para o momento da promulgação da ICVM 555, esta decisão foi acertada e permitiu que a indústria efetivamente crescesse de maneira saudável e controlada.

72. Nossa intenção com os comentários a seguir, ancorados que são na prática da gestão desses veículos em várias jurisdições, consiste em sugerir a esta D. CVM alguns ajustes aos referidos requisitos, de tal forma que eles não percam a sua essência, porém que ao mesmo tempo permitam uma ligeira abertura do leque de jurisdições que se encaixem nas regras constantes do Art. 43 do Anexo Normativo I da Minuta e assim viabilizem alocações que a Minuta aparentemente não quis restringir ou vedar. A título

de exemplo, tais ajustes permitiriam que fundos domiciliados nos Estados Unidos (jurisdição que também regula os fundos lá domiciliados de maneira bastante ativa e abrangente) possam receber com clareza e segurança investimentos oriundos de Fundos de Investimento brasileiros.

73. A primeira mudança sugerida nesse sentido refere-se ao inciso III do parágrafo 2º do Artigo 43. Esta D. CVM propõe na Minuta a seguinte linguagem:

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

(...)

III - cálculo diário do valor de suas cotas." (grifos nossos)

74. Segundo nossa experiência internacional, as regras UCITS exigem que os fundos façam o cálculo do valor de suas cotas cada vez que cotas de uma determinada classe sejam emitidas e, no mínimo, duas vezes ao mês. Dessa forma, e considerando que fundos que seguem esta regra são igualmente ofertados na Europa a investidores de varejo, entendemos que o ideal seria que o paradigma que orienta tal regra fosse igualmente refletido ou replicado na regulação brasileira.

75. Além disso, a adoção desta regra alternativa (i) permitiria que certos tipos de fundos domiciliados nos Estados Unidos também cumprissem esta exigência, e (ii) se enquadraria em uma escala crescente de requisitos regulatórios para investimento se comparada à exigência feita por esta D. CVM para os Fundos de Investimento destinados a investidores qualificados, nos termos do Art. 43, parágrafo 1º, inciso III, alínea "a", item 4, do Anexo Normativo I da Minuta, segundo o qual o prazo mínimo para cálculo das cotas é de 30 (trinta) dias⁷.

76. Nesse sentido, a fim de se aperfeiçoar a redação da Minuta para contemplar as referidas considerações e circunstâncias, propomos a essa D. CVM a alteração redacional do inciso III do parágrafo 2º do artigo 43 do Anexo Normativo I da Minuta, conforme os trechos abaixo destacados em negrito:

⁷ "III – se for o caso, o gestor assegure-se de que os referidos fundos de investimentos ou veículos de investimento no exterior referidos na alínea "c" do inciso II deste § 1º:

a) submetem-se à regulação e supervisão exercida por autoridade local reconhecida que preveja:

(...)

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

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

(...)

*III – cálculo do valor de suas cotas **a cada resgate ou investimento e, no mínimo, uma vez a cada 15 (quinze) dias.**"*

77. A segunda mudança que gostaríamos de propor nesta seção volta-se ao inciso IV do parágrafo 2º do Artigo 43. Esta D. CVM propõe na Minuta a seguinte linguagem:

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

(...)

IV – gerenciamento de liquidez adequado ao perfil dos investimentos e aos prazos de resgate a classe investidora, com liquidez, no mínimo, semanal." (grifos nossos)

78. O conceito proposto neste inciso é extremamente salutar e o apoiamos integralmente. Nossa única ressalva diz respeito ao prazo de liquidez – nossa interpretação das regras UCITS indicam que a exigência mínima de liquidez é de 15 (quinze) dias e não semanal, como aventado por esta D. CVM na Minuta.

79. Logo, para que a nova regulamentação de Fundos de Investimento brasileira permita que fundos no exterior, constituídos de acordo com as regras UCITS (como já sabido por esta D. CVM, o padrão-ouro de regras para fundos de varejo globalmente), possam ser acessíveis ao investidor de varejo brasileiro, é importante que também se reflita na Minuta a periodicidade de 15 (quinze) dias exigida pelas regras UCITS.

80. Neste diapasão, a fim de se aprimorar a redação da Minuta para nela contemplar as referidas considerações e circunstâncias, propomos a essa D. CVM a alteração redacional do inciso IV do parágrafo 2º do artigo 43 do Anexo Normativo I da Minuta, conforme abaixo destacado em negrito:

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

(...)

*IV – gerenciamento de liquidez adequado ao perfil dos investimentos e aos prazos de resgate a classe investidora, com liquidez, no mínimo, a cada **15 (quinze) dias.***”

81. A terceira alteração que sugerimos à Minuta refere-se à redação do inciso V do parágrafo 2º do Artigo 43. Esta D. CVM propõe na Minuta a seguinte linguagem:

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

(...)

V – regras que não permitam que o fundo ou veículo no exterior possua patrimônio líquido negativo ou que obriguem ao cotista aportar recursos adicionais acima do capital comprometido para cobrir eventual prejuízo do fundo ou veículo no exterior.” (grifos nossos)

82. Apesar de entendermos e aplaudirmos o intuito desta D. CVM neste sentido, nossas pesquisas referentes às jurisdições europeia e norte-americana resultaram na conclusão de que nenhuma das regulamentações aplicáveis a fundos destas jurisdições estabelece regras taxativas na linha da redação sugerida por esta D. CVM. Manter a exigência da forma original proposta na Minuta traz o risco de se criar uma regra inexecutável na partida, tornando a autorização tratada no Art. 43, parágrafo 2º, do Anexo Normativo I inócua.

83. Assim, e sensibilizados pela necessidade por parte desta D. CVM de se criar uma regulação que proteja o investidor de varejo de forma adequada e suficiente, nossa sugestão de alternativa seria a de se exigir que os fundos ou veículos no exterior estejam sujeitos a regras (oriundas de lei, regulação estatal ou mesmo decorrentes dos documentos constitutivos do fundo ou veículo, como prospectos, *articles of incorporation, by-laws* ou qualquer documento equivalente) que limitem ou exijam monitoramento de operações que possam resultar em patrimônio líquido negativo do fundo ou veículo no exterior, ou seja, basicamente alavancagem.

84. Conforme nossa argumentação constante do item V acima (Prática Internacional – Derivativos e Alavancagem), entendemos que a melhor forma de esta D. CVM proteger os investidores de tais riscos consistiria em se limitar o acesso de Fundos de Investimento a fundos ou veículos no exterior que possam se utilizar de alavancagem de forma ilimitada ou irrestrita. Nesse contexto, a chance de um fundo ou veículo no

exterior vir a ter patrimônio líquido negativo seria extremamente reduzida, a ponto de reguladores europeus e norte-americanos estarem dispostos a permitir que tais investimentos sejam feitos por investidores de varejo. Ao limitar a alavancagem, portanto, os investidores de varejo estariam protegidos da grande maioria dos riscos de patrimônio negativo a que tal fundo ou veículo no exterior estariam expostos.

85. Nesse sentido, a fim de se aperfeiçoar a redação da Minuta para contemplar as referidas considerações e circunstâncias, propomos a essa D. CVM a alteração redacional do inciso V do parágrafo 2º do artigo 43 do Anexo Normativo I da Minuta, conforme os trechos abaixo destacados em negrito:

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

(...)

V – regras (decorrentes de lei, regulamentação específica, ou ainda dos documentos do fundo ou veículo no exterior) que exijam do fundo ou veículo no exterior o cumprimento de limites qualitativos e quantitativos de alavancagem, bem como políticas de gerenciamento de risco de derivativos, de forma a minimizar a possibilidade de patrimônio líquido negativo de tal fundo ou veículo no exterior."

86. Por fim, nossa última sugestão é referente ao inciso VII do parágrafo 2º do Artigo 43. Esta D. CVM propõe na Minuta a seguinte linguagem:

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

(...)

VII – regras de concentração de ativos reconhecida e monitorada por autoridade local, sendo que os fundos ou veículos no exterior devem estar sujeitos aos seguintes limites:

a) 10% (dez por cento) de seu patrimônio em ativos que não estejam listados em segmento de negociação de valores mobiliários;

b) 20% (vinte por cento) de seu patrimônio em depósito bancário em uma única instituição; e

c) 20% (vinte por cento) de seu patrimônio em ativos de um mesmo emissor, considerado no cálculo do referido limite, cumulativamente, os depósitos bancários e o valor das posições em contratos de derivativos com ativos subjacentes do emissor ou em que ele atue como contraparte." (grifos nossos)

87. Nosso entendimento é o de que estas regras são restritivas em demasia e podem prejudicar o acesso dos investidores de varejo brasileiros a fundos ou veículos no exterior que se reputam igualmente seguros e bem regulados nas respectivas jurisdições de origem, porém que não necessariamente sigam tais regras de concentração.

88. Por conseguinte, caso V. Sas. entendam pertinente, a fim de se aperfeiçoar a redação da Minuta para contemplar as referidas considerações e circunstâncias, propomos a essa D. CVM a remoção do inciso VII do parágrafo 2º do Artigo 43.

IX. INVESTIMENTO NO EXTERIOR – ACESSO A ATIVOS SUBJACENTES DE BDRs DE ETF

89. Vale lembrar que, no âmbito da elaboração da Resolução CVM nº 03/2020, a autorização dada por esta D. CVM para que BDRs de ETF fossem ofertados a investidores de varejo foi obtida mediante uma contrapartida, consubstanciada na forma de uma série de obrigações impostas ao banco depositário, principalmente em relação à tradução de vários documentos para o português e à divulgação de uma série de informações, de acordo com a lista que consta do artigo 74-H da referida resolução.

90. Entendemos que uma dor do mercado foi a de perceber que os BDRs em geral (o que inclui os BDRs de ETF) podiam ser oferecidos a investidores de varejo ao passo que aos Fundos de Investimentos que predominantemente investem no exterior não foi estendida tal abrangência de público alvo. Esta dor é compreensível. De outra parte, sentimos que a exigência de mesmo tratamento deve vir acompanhada das mesmas obrigações no tocante a Fundos de Investimento destinados a investidores de varejo que possam comprar os ativos subjacentes aos BDRs.

91. O mesmo raciocínio seria aplicável, *mutatis mutandis*, a Fundos de Índice 359 que repliquem índices estrangeiros via aquisição de cotas ou valores mobiliários de emissão de ETFs internacionais: estes, ao serem regulados pela ICVM 359, estão em essência sujeitos aos mesmos requisitos de divulgação de informações que os BDRs de ETF e sujeitos, inclusive, aos mesmos normativos.

92. Já os Fundos de Investimento encontram-se sujeitos a regulação distinta e específica. Conforme comentado no item VIII (Investimento no Exterior – Critérios para Fundos de Investimento Destinados a Investidores de Varejo) acima, entendemos que

a proposta desta D. CVM para que Fundos de Investimento destinados a investidores de varejo possam alocar até 100% de seus patrimônios em ativos no exterior, exclusivamente via fundos, é acertada (com os ajustes acima propostos). Tal diferenciação leva em consideração as diferentes estruturas, incluindo as exigências que Fundos de Investimento **não precisam cumprir**, porém que continuam integralmente aplicáveis a outras classes de ativos, incluindo Fundos de Índice 359 e BDRs de ETF.

93. Exemplo claro de tal constatação é o de que Fundos de Investimento não precisam divulgar suas carteiras ou as carteiras dos respectivos fundos subjacentes todos os dias. Também não são obrigados a traduzir e disponibilizar ao investidor local uma série de informações relativas aos fundos estrangeiros e/ou ETFs internacionais nos quais investem. Vamos além: o Anexo Normativo I prevê (acertadamente), em seu Art. 26, parágrafo 3º, a possibilidade de defasagem e até ocultação de operações da divulgação de carteira do Fundo de Investimento em determinadas circunstâncias.

94. Cabe dizer, neste ponto, que a opinião da BlackRock diverge ligeiramente daquelas de outros *players* do mercado, como detalhado neste item. Buscamos com as considerações a seguir chamar a atenção desta D. CVM a respeito de tal divergência de visões e refutar de antemão potenciais argumentos de “assimetria regulatória” que se possa arguir nesse particular, os quais por vezes podem ser usados de maneira indiscriminada ou fora de contexto que os justifiquem.

95. É importante frisar que entendemos sim que a eliminação de assimetrias regulatórias é algo interessante e necessário, em termos gerais; não é desejo da BlackRock criar reservas de mercado por meio de regulação. De outra parte, causa estranhamento propostas de participantes do mercado que, sob o argumento de correção de assimetrias regulatórias, não somente as eliminem como criem novas assimetrias, porém favoráveis aos *players* interessados.

96. Participamos de discussões de mercado acerca da Minuta e verificamos a existência de pedidos de tratamento igualitário de diferentes classes de ativos quanto às autorizações, sem que as respectivas propostas de harmonização regulatória acompanhassem *pari passu* as respectivas obrigações impostas às mesmas classes de ativos. Em nossa opinião, trata-se de “simetria seletiva” – o desejo de gozar dos mesmos direitos, porém sem necessariamente se sujeitar ao cumprimento das mesmas obrigações aplicáveis.

97. Nossa preocupação ao destacar este ponto a esta D. CVM é a de que se continue primando na reforma regulatória ora em curso pelo equilíbrio da atividade de regulação como um todo que tem balizado a atuação desta Autarquia, pautada por pressupostos de simetria regulatória material (*i.e.*, tratando assuntos iguais de forma igual, na medida de suas semelhanças, e assuntos desiguais de forma desigual, na medida de suas diferenças) e não meramente formal. Também rogamos que V.Sas. se atentem nesse contexto para potenciais pedidos de “simetria seletiva” que porventura se descuidem dos aspectos aqui ponderados para apreciação desses pleitos.

98. Frise-se que esta constatação não impede que Fundos de Investimento adquiram ações diretamente no exterior ou cotas de ETFs internacionais; apenas reconhece que Fundos de Investimento e outras classes de valores mobiliários locais que permitem o mesmo acesso ao exterior estão sujeitos a exigências regulatórias diferentes, por vezes bem mais restritivas. O mercado convive e sempre conviveu com estas diferenças, sem nunca levantar argumentos de “assimetria” quando estas diferenças beneficiavam os Fundos de Investimento. Agora, deve-se reconhecer estas diferenças e aceitar critérios diferentes.

99. Por fim, conforme comentado acima, os critérios sugeridos por esta D. CVM no Art. 43, parágrafo 2º, do Anexo Normativo I da Minuta, se levemente ajustados, permitem acesso a uma gama ampla de veículos de investimento no exterior, incluindo vários ETFs internacionais e *mutual funds*, sendo esta eventual “equiparação” (na verdade, uma criação de assimetria regulatória em benefício dos Fundos de Investimento) desnecessária sob o ponto de vista prático.

100. Dessa forma, evidenciamos nossa concordância com o proposto por esta D. CVM no que concerne aos critérios de permissão para que Fundos de Investimento destinados a investidores de varejo invistam de maneira relevante no exterior (com os ajustes acima sugeridos), por acharmos que esta D. CVM fez o correto sopesamento entre exigências e autorizações diferentes. Também manifestamos formalmente nossa respeitosa discordância em relação a argumentos de assimetria regulatória neste particular, dado que as exigências regulatórias peculiares a cada tipo de ativo (Fundo de Índice 359 que investe no exterior, BDR de ETF e Fundos de Investimento no Exterior) não são as mesmas tampouco comparáveis, de maneira que nos parece se afigurar justas as diferenças de critérios propostas para acesso aos mesmos tipos de ativos no exterior via veículos sujeitos a regramentos distintos.

X. COMUNICAÇÕES

101. Solicitamos ainda a esta D. CVM que eventuais contatos para discutir as sugestões ora encaminhadas bem como quaisquer temas correlatos sejam dirigidos ao destinatário abaixo:

BlackRock Brasil Gestora de Investimentos Ltda.

Endereço: Avenida Presidente Juscelino Kubitschek, nº 2.041 – Complexo JK, Torre E, 11º andar, conj. B, Vila Nova Conceição
04543-011, São Paulo - SP

Telefone: (11) 3028-4109

Fac-símile: (11) 3028-4101

At.: Carlos Massaru Takahashi // Alexi Atchabahian

E-mail: carlos.takahashi@blackrock.com // alex.atchabahian@blackrock.com

Agradecemos novamente a oportunidade bem como a atenção dispensada por esta D. CVM ao assunto, renovando os nossos votos da mais elevada estima e consideração e nos colocando à disposição dessa D. CVM para o que mais for necessário.

São Paulo, 15 de abril de 2021.

Atenciosamente,

BLACKROCK BRASIL GESTORA DE INVESTIMENTOS LTDA.