

São Paulo, 15 de abril de 2021.

À

Comissão de Valores Mobiliários

Superintendência de Desenvolvimento de Mercado

audpublicaSDM0820@cvm.gov.br

MANIFESTAÇÃO AO EDITAL DE AUDIÊNCIA PÚBLICA SDM 08/2020

I. Quem somos?

Esta manifestação é feita pelas empresas **Empiricus Research Publicações Ltda.**, inscrita no CNPJ/MF sob o n. 11.431.155/0001-07 ("Empiricus"); **Vitreo DTVM S.A.**, inscrita no CNPJ/MF sob o n. 34.711.571/0001-56, e **Vitreo Gestão de Recursos Ltda.**, inscrita no CNPJ/MF sob o n. 06.195.084/0001-42 (em conjunto, definidas como "Vitreo").

Mais uma vez nos manifestamos conjuntamente, já que estamos alinhados em nossas opiniões em relação ao Edital de Audiência Pública SDM 08/2020 (o "Edital"), bem como em nossas filosofias empresariais de busca incessante por uma melhora das condições de mercado para o investidor nacional. Como também já é publicamente sabido, estamos em um processo de reorganização societária para nos tornarmos um mesmo grupo econômico, que se chamará *Universa*. Ainda estamos trabalhando na transação, e assim que for assinada e implementada, será submetida para aprovação do Banco Central e informada para a CVM, dentro dos prazos legais.

II. O momento do mercado Brasileiro

Já falamos disso em nossa manifestação conjunta em relação à audiência pública dos BDRs, e muitos dos pontos que trazemos são mais do que sabidos, mas não custa repetir. O Brasil está entrando em uma nova era em seu mercado de capitais (e em alguns aspectos, o mundo todo também). A comunicação digital e as plataformas tecnológicas aumentaram significativamente a quantidade de conhecimento disponível aos investidores e mudaram completamente a dinâmica das ofertas de serviços e oportunidades de investimento. Os novos patamares da taxa de juros nacional (SELIC) direcionaram o investidor brasileiro para investimentos mais sofisticados, eventualmente com um pouco mais de risco, buscando um pouco mais de retorno. E aqui vale lembrar que esse "acréscimo de risco" é inevitável, já que há poucos anos nossos títulos públicos tinham taxas de retorno vertiginosas com uma quase-ausência de risco - e aquela era a verdadeira anormalidade. O crescimento exponencial da base de investidores da B3 e das plataformas independentes é a prova disso.

As reformas jurídicas que o mercado nacional passou na última década preparou o País para este momento. Os prestadores de serviço contam com regulamentação clara e estrita, as responsabilidades dos *players* estão bem determinadas e os ambiente de negociação cada vez mais seguros e tecnológicos. Os precedentes da CVM tornam-se cada vez mais sólidos e nosso

mercado amadurece cada dia mais, a olhos nus. A Lei de Liberdade Econômica (ou “LLE”) trouxe para o Código Civil o regramento dos fundos – que, embora mereça diversas críticas, ao menos reforça a base legal de nossa indústria.

Enxergamos no atual momento brasileiro dois elementos muito claros: (a) o **contínuo crescimento** do número de investidores pessoas físicas no mercado nacional **é dado**; e (b) nosso mercado está legalmente **preparado para suportar** este crescimento.

Por isso, a pergunta que fazemos, com toda a honestidade intelectual que tanto valorizamos é: **o que pode ser feito para estimular este crescimento, de forma segura, através de mudanças na legislação?** Até que ponto algumas partes do arcabouço jurídico atual podem prejudicar este crescimento, afastando ou impossibilitando investidores de acessar boas oportunidades já disponíveis no nosso mercado regulado? Devemos reagir a este crescimento ou tentar viabilizá-lo, construindo uma estrada não só segura para que ele aconteça, mas que também crie condições para seu desenvolvimento em seu máximo potencial? Onde está a linha ideal entre a proteção do investidor e o eventual sacrifício da rentabilidade da poupança pública?

As inovações regulatórias trazidas pela CVM nos últimos anos têm demonstrado, cada vez mais, o desejo de maior desenvolvimento do mercado, conjuntamente com a proteção do investidor. Por isso, acreditamos que a Comissão tem feito perguntas parecidas com as nossas em suas novas legislações. Por causa desta nossa percepção de alinhamento que encontramos o espaço, aqui nesta manifestação, para presumir que as respostas a estas perguntas interessam a todos nós. Vitreo, Empiricus, o mercado nacional e a CVM.

Não temos respostas exatas para nenhuma delas, apenas impressões, opiniões, alguma criatividade e muito desassossego com o *status quo*. As sugestões que trazemos nessa manifestação tem estas perguntas como base filosófica. Muitas delas não olham para o passado, não tentam resolver algum problema específico da indústria, e sim trazem uma visão mais livre do que poderíamos fazer em um momento de reforma como esse, que deve ser aproveitado ao máximo, sempre pensando no bem do investidor. Tentamos fugir da dependência do caminho trilhado na nossa história, e pensar em alguns assuntos como uma folha em branco. Mas sem nunca esquecer dos princípios que nos norteiam, e do pleno cumprimento do nosso dever fiduciário.

17 anos depois da primeira versão da Instrução 409, muita coisa mudou no nosso mercado. Os ativos mudaram, os investidores mudaram, a tecnologia mudou, todos se sofisticaram. Mas algumas regras permanecem iguais, e propomos repensá-las.

Vamos apresentar nossos comentários exclusivamente em relação à Resolução e ao Anexo I aplicável aos FIFs. As sugestões estão agrupadas por assunto, com as respectivas referências às regras aplicáveis (à Resolução, ao Anexo I ou a ambos).

E antes de começar, vale registrar: é motivo de orgulho para nós, como cidadãos brasileiros, ter o privilégio de interagir com nosso órgão regulador dessa forma, aberta e honesta, sem receios. O trabalho feito pelas pessoas que formam a CVM é excepcional, e a abertura criada por vocês para o diálogo e para a construção de soluções viáveis e seguras para o investidor brasileiro é raríssima na experiência empresarial brasileira. Parabéns por mais esta iniciativa e por um trabalho extremamente bem feito. Não só à instituição, mas a todos que a formam, individualmente.

III. Um Desabafo

Ter os fundos de investimento regulados em uma lei, especialmente no Código Civil, era o sonho de muitos dos participantes da área, há muitos anos. Sentíamos que daria mais respaldo para as discussões judiciais sobre o assunto e mais robustez e respeito institucional ao setor. Mas sempre houve uma preocupação latente quando se considerava a hipótese: “se esse assunto passar pelo Congresso, o que será que vai sair?”.

Infelizmente, esta preocupação se demonstrou parcialmente correta, ainda mais quando vemos o processo legislativo que aprovou a Lei de Liberdade Econômica. Claramente feita às pressas, a legislação trouxe elementos bastante exóticos para os fundos de investimento. Sua natureza jurídica, que era “diferenciada” do ponto de vista doutrinário, mas de condomínio civil do ponto de vista legal, ganhou um novo (e único) status. Nenhum outro ente jurídico nacional conta com as características jurídicas que agora o fundo tem. Com a nova regra do Código Civil, o fundo de investimento, agora “condomínio de natureza especial”, reúne elementos de sociedades empresárias (como a limitação de responsabilidade dos cotistas), elementos de tipos não societários (como a insolvência civil) e elementos que, embora encontrem alguma semelhança com institutos brasileiros, se aproximam muito mais das estruturas que são encontradas em paraísos fiscais (como a classe de quotas com patrimônio separado).

Olhando para a história do mundo de fundos desde a Instrução 409, embora os precedentes da CVM sejam excelentes, o comportamento do Poder Judiciário ao julgar casos sobre fundos é bastante errático. A quantidade de decisões judiciais que tratam sobre fundos, mas não mencionam a CVM ou qualquer de suas instruções, é acachapante – quase metade, conforme levantamento feito pelo PVG Advogados em 2018. Para piorar, quase 1/3 ainda aplicam o Código de Defesa do Consumidor para a relação entre fundo e cotista. Essa incoerência jurídica nas decisões judiciais claramente deixa nosso mercado inseguro, principalmente em relação aos investidores internacionais. A demora para a solução de qualquer litígio no judiciário Brasileiro agrava ainda mais a situação. Muitas vezes, para saber se o que a lei escreveu funciona na prática, leva mais de década. Tudo isso entra naquele conceito que conhecemos bem, o tal “custo Brasil”.

O que nos preocupa nesse novo cenário é perceber que muitas das decisões prejudiciais tomadas pelo judiciário, aconteceram no período em que o fundo de investimento ainda era equiparado ao “condomínio civil”, uma figura jurídica que a princípio deveria ser bastante familiar ao juiz. Se neste passado de natureza jurídica familiar as decisões foram ruins, nos preocupam ainda mais as decisões que podem vir no futuro (e que provavelmente vão demorar muitos anos pra começarem a sair), pois o judiciário lidará com um tipo de ente jurídico que não encontra nenhum paralelo no Direito brasileiro. Nenhum. Para os juristas (pelo menos os nossos), a pergunta que fica agora é: fundo de investimento tem personalidade jurídica?

O fundo virou um condomínio de natureza TÃO especial, que nenhuma regra do Código Civil aplicável aos condomínios se aplica ao fundo. E, nos corredores do mercado, a principal defesa que ouvimos para a manutenção do termo “condomínio” na lei tem como razão a legislação fiscal, e o fato de que ela isenta de impostos apenas a carteira dos fundos constituídos como condomínios. E isso é dito como se a legislação fiscal fosse um evento científico exógeno, um ato divino, e não algo feito por seres humanos e sujeito a mudanças e discussões – como certamente já precisará acontecer. Mas segue o jogo.

Obviamente, a Lei de Liberdade Econômica também trouxe benefícios à indústria de fundos, sendo o maior deles a inserção do instrumento no Código Civil. Mas alguns pontos certamente precisarão ser rediscutidos no futuro.

Trazemos essa crítica à LLE e ao processo legislativo pois estamos completamente conscientes de que a CVM fez o que podia para interferir positivamente neste processo legislativo, e sabemos dos esforços feitos pela Comissão para que a legislação final fosse adequada à realidade brasileira. Mas as vezes a gente fala com a parede.

Também estamos completamente conscientes de que agora Inês é morta – a lei é a lei, e deve ser regulada. Por enquanto, não há o que fazer, a não ser lidar com estas novas condições. E é disso que falaremos a partir do próximo item.

Esse desabafo tem como principal pano de fundo, uma grande preocupação com a segurança jurídica da indústria de fundos nas decisões judiciais futuras (imaginemos a possibilidade de uma discussão judicial sobre desconsideração de personalidade jurídica de um fundo, ou sobre contaminação entre classes...). E é por essa preocupação que trazemos algumas sugestões que podem ser relativamente contraintuitivas sobre a nova estrutura de classes.

Enfim, depois de uma introdução cheia de mistérios e um desabafo com pouca utilidade prática, vamos aos pontos práticos.

IV. Classes e Sub-Classes

Classes

Como dito, temos grande preocupação com a nova natureza jurídica do fundo de investimento. A principal é voltada para a adoção de estrutura de classes com patrimônios separados, e os riscos de contaminação de ativos e passivos entre as classes de um mesmo fundo. Esse risco foi bastante discutido em estruturas internacionais de fundos de investimento, tratado como “*cross class liability*”. Em nossa visão, a estrutura mais parecida com o que o Código Civil trouxe para os fundos é a *segregated portfolio company* (a “SPC”), das Ilhas Cayman – tipo societário que pode criar portfólios com ativos e passivos segregados entre si. Desde o início de sua utilização na indústria de fundos, em 2002, a preocupação dos investidores internacionais era a aplicação judicial da legislação em relação à não-contaminação entre as classes em momentos de *stress*. Quais seriam os elementos que garantiriam a segregação se um dos portfólios quebrasse? A jurisprudência internacional sobre a SPC começou a se firmar no fim da primeira década de 2000, com decisões claras sobre a necessidade de segregação absoluta entre cada portfólio, nos mínimos detalhes – não admitindo qualquer alocação incorreta de despesas e receitas em cada portfólio. Embora o exemplo da SPC seja bastante distante do Direito brasileiro, podemos perceber um elemento similar ao que é possível de se supor por aqui: para garantir a segregação entre as classes de um fundo, deveremos cuidar para que não haja qualquer confusão patrimonial entre cada classe – seja no rateio de despesas, de receitas ou de ordens.

Neste sentido, achamos importante que esta CVM discuta com os participantes do mercado a real utilidade econômica e comercial deste instituto no curto prazo. Ou seja, quais as hipóteses em que a constituição de um fundo com várias classes é mais benéfica do que a constituição de vários fundos com uma única classe?

Sabemos que estamos tentando prever o futuro, mas ao menos em nossa visão, criar, por exemplo, um fundo com dez classes multimercado nos parece muito mais complexo e arriscado

do que criar dez fundos multimercados. Presumimos que serão poucos os ganhos econômicos ou de eficiência na relação entre as classes, já que cada classe se comporta como um fundo.

Teríamos uma estrutura com uma necessidade muito mais intensa de controles para garantir que não haja contaminação entre classes (e portanto não perca o benefício da segregação de ativos e passivos entre elas) e, além disso, um potencial risco legal de como o Poder Judiciário poderia interpretar as regras aplicáveis para garantir que o litígio de uma classe não afete a outra.

E como cereja do bolo, vemos essa dinâmica de fundo com classe e com subclasse como ainda mais confusa para a compreensão dos cotistas em relação ao que é cada um - e por que, por exemplo, o fundo tem um tipo de assembleia, a classe outro e a subclasse nenhuma? Se já será difícil para o próprio mercado entender seu funcionamento, imagine para o investidor.

Devemos considerar nesta análise que a própria natureza condominial pré-Lei da Liberdade Econômica já era de compreensão difícil para um investidor leigo. Mas pelo menos tínhamos o argumento simples de comparação: "é parecido com o condomínio do seu prédio". E agora, neste exemplo mais lúdico, o fundo fica parecido com o que?

Com essas preocupações em mente, **em relação à possibilidade de constituição de classes de cotas**, temos as seguintes opiniões:

a) Sugerimos à CVM que a constituição de fundos com diferentes classes de cotas dependa de autorização prévia da CVM, qualquer que seja seu tipo - como funciona hoje com fundos estruturados. Por mais "engessada" que essa sugestão possa parecer, uma mudança tão drástica do modelo dos fundos terá uma curva de aprendizado relevante, similar à dos fundos estruturados - principalmente no que diz respeito à proteção do investidor, através dos métodos e processos necessários para garantir que não haja contaminação entre as classes. Para nós, a melhor alternativa é que essa curva seja trilhada em conjunto, pelo mercado e pela CVM, com a necessidade de registro prévio do emissor, em qualquer tipo de fundo de investimento que tenha mais de uma classe de cotas (incluindo os FIFs).

b) Sugerimos que a auditoria das demonstrações financeiras do fundo que tenha várias classes, como previsto no Artigo 63 da Resolução, também verifique se o fundo está realizando a correta segregação de ativos e passivos entre as classes, trazendo opiniões específicas sobre este ponto.

c) No artigo 44, Inciso II, Parágrafo 2º, e no Artigo 64, Parágrafo Único da Resolução, sugerimos que seja incluída a preocupação com a "contaminação entre ativos e passivos de cada classe". Ambos mencionam apenas o risco da "transferência de riqueza", e acreditamos que a questão da contaminação também deve ser endereçada. Caso a CVM entenda que as duas expressões se referem ao mesmo risco, vale então esclarecer o significado de "transferência de riqueza" na norma, na seção de definições.

d) O artigo 42 da Resolução traz mais luz a uma situação muito relevante: a capacidade de fechamento de um fundo (ou classe) para resgates, em situações de iliquidez. Acreditamos que a iliquidez/deterioração dos ativos do fundo é uma situação (e talvez a única) onde a utilização das classes com patrimônios segregados pode ser bastante útil, como descrito em d.iii, abaixo. Mas antes, trazemos alguns comentários ao artigo 42 em si:

d.i.) Tendo em vista que o gerenciamento de liquidez é de responsabilidade compartilhada entre gestor e administrador, entendemos que uma decisão complexa como o fechamento da classe de cotas para resgate também deve ser compartilhada entre

administrador e gestor. Ou seja, o fechamento do fundo para resgates dependeria da concordância dos dois prestadores de serviço, e não algo a ser decidido unilateralmente por qualquer um deles. Caso o fechamento seja do interesse de um dos prestadores, mas o outro não concorde com a decisão, o prestador de serviço que entende necessário tal fechamento poderá comunicar o desacordo à CVM.

d.ii) Sugerimos que o prazo previsto no parágrafo 3º seja de 5 (cinco) dias úteis, e não corridos (já que não há cálculo de cota ou possibilidade de pedido de resgate no final de semana).

d.iii) Sugerimos que em casos como estes previstos no caput do Artigo 42, seja possível a constituição de uma nova classe de cotas, que não permita resgates, e que os ativos causadores do problema sejam transferidos para tal classe. Dessa forma, os ativos que não apresentam problemas permanecem líquidos e disponíveis para resgate, e os ativos problemáticos ficam separados para tratamento especial – evitando uma corrida de resgates que prejudique os cotistas tardios.

A sugestão aqui é justamente a da permissão de *side pockets*, assunto abordado de forma exemplar por Alexandre Costa Rangel e Carla Saback Dau no Artigo “*Swing Pricing e Side Pocket: A importância de mecanismos regulatórios para evitar a transferência de riqueza entre cotistas de fundos de investimento no Brasil.*”, publicado no livro *Atualidades em Direito Societário e Mercado de Capitais, Volume V, Edição Especial*, organizado por Felipe Hanszmann e Luca Hermeto, publicado pela editora Lumen Juris Direito.

Os desafios que entendemos que devem ser endereçados na previsão do *side pocket*, que entendemos que tem sua principal utilidade em fundos de condomínio aberto (como FIFs e FIDCs), são os seguintes:

Deveríamos permitir a criação do *side pocket* de forma voluntária pelo gestor (em concordância com o administrador) com um processo automático de conversão? Bastaria a previsão no regulamento? Ou devemos submeter à decisão da assembleia geral de cotistas? Ou ainda, submeter à avaliação da Superintendência da CVM?

Não nos parece que a criação do *side pocket* deva ser exclusivamente tratado pela assembleia, nem que seja usada apenas em situações de iliquidez que gerem a suspensão de resgates do fundo. Vemos a criação do *side pocket* como um passo intermediário, prévio à suspensão dos resgates, por tratar de apenas alguns ativos do fundo. O caminho pode ser o de criação de um percentual máximo de *side pockets* (considerando o valor de aplicação de cada cotista), e caso tal limite seja ultrapassado, então o mecanismo do artigo 42 seja acionado. Também pode ser relevante a sugestão de um prazo máximo para a classe criada para o *side pocket*, alinhado ao tempo que o gestor e administrador entendem que será necessário para potencial recuperação do ativo. Este prazo pode ser definido pela CVM na Resolução ou pelo regulamento do fundo, mas com alguma limitação trazida na norma (por exemplo, 3 anos ou um multiplicador do prazo de resgate).

Sub-Classes

Diferentemente da percepção que temos sobre as classes de cotas, recebemos com entusiasmo a possibilidade de criação de sub-classes, sem patrimônio segregado. Entendemos que esta é

uma figura com ampla utilidade no mercado – e pode facilitar muito a vida do investidor e a dos prestadores de serviço.

Encontramos as previsões sobre Sub-Classes no Artigo 4º, Parágrafo 3º da Resolução, e também no Artigo 7º do Anexo I. É sobre o Artigo 7º que gostaríamos de comentar.

Entendemos que as sub-classes podem resolver três questões relevantes da indústria: (i) a utilização da estrutura master-feeder apenas para diferenciar taxas e liquidez, (ii) a dinâmica de reversão de rebates entre participantes do *buy side* e fundos investidos, e (iii) a utilização de *feeders* “espelho” cujo público alvo é limitado a clientes de corretoras específicas.

A questão (i) já é resolvida apenas com a manutenção do texto proposto – será possível variar as condições entre as sub-classes para substituir a estrutura master-feeder por um único fundo (com uma única classe) e diferentes sub-classes, reduzindo sensivelmente o custo dos investidores.

As questões (ii) e (iii) demandam um acréscimo na norma: a possibilidade de diferenciar o público-alvo da sub-classe – mas não em relação à classificação varejo/qualificado/profissional, e sim em relação ao perfil comercial ou institucional dos cotistas (clientes de uma determinada corretora, fundos, entidades de previdência, etc...).

Com esse acréscimo, em relação à questão (ii), seria possível, por exemplo, que um fundo criasse uma sub-classe dedicada apenas a fundos de investimento e carteiras administradas geridas por gestores de recursos, bem como clientes que contem com o serviço de um consultor de investimentos. Basicamente, uma sub-classe dedicada ao “*buy side*”. Esta sub-classe contaria com taxas de gestão e performance já descontadas do rebate usualmente devido aos intermediários do fundo. Esse ajuste ficaria bastante compatível com a nova exigência da taxa de distribuição – referencial ideal para fazer o “desconto” das taxas da sub-classe dedicada.

Esta possibilidade tem dois impactos muito relevantes na segurança do mercado: (a) elimina qualquer potencial conflito de interesse que o gestor/consultor do investidor tenha na seleção de seus investimentos, pois ao invés de ter que dar tratamento ao rebate, ele simplesmente não estará disponível – acabando com potenciais prejuízos à independência e com o dilema do “dinheiro na mesa”, que sempre levou os gestores e consultores a criarem estruturas exóticas para o recebimento desses rebates para viabilizar sua devolução ao cliente, e (b) elimina as tarefas operacionais necessárias para a reversão de rebates para as carteiras dos investidores (inclusive fundos). Embora a Instrução CVM 555 já preveja a obrigatoriedade de reversão e tenha trazido imensas facilidades operacionais para executá-la, é bastante típica a demora na celebração dos contratos de reversão, já que envolvem diferentes partes e tomam um tempo razoável para formalização – deixando muitas vezes os cotistas do fundo investidor sem receber os benefícios do fundo investido desde a aplicação inicial (aliás, teremos uma sugestão neste sentido em breve, na seção “Assuntos Aleatórios”).

Já em relação à questão (iii), a criação dos *feeders* espelho, que tem muitas vezes impedido a portabilidade de fundos entre corretoras, a possibilidade de diferenciação de sub-classes por público alvo permitiria que, ao invés de criar fundos espelhos, as corretoras possam ter sub-classes exclusivas dos fundos que distribui. E, no caso do desejo, pelo cliente, de transferência para outra corretora pelo cliente, o processo de portabilidade poderia ser imensamente facilitado através de um mecanismo de “conversão” das cotas do cliente da sub-classe X para a sub-classe Y. Naturalmente, será importante que tal conversão não implique em resgates e aplicações, mesmo que simbólicos (para evitar antecipações de taxas de performance, o respeito a prazos de resgate

e impactos fiscais), sendo uma provável saída o uso do instrumento da “incorporação” das cotas de uma sub-classe à outra para realizar esse novo tipo de portabilidade. Neste ponto, chamamos a atenção para o fato de que a “portabilidade” foi trazida como causa de transferência de cotas de fundos abertos no Artigo 16 da Resolução – o que nos parece auxiliar neste novo pensamento. Também traremos questionamentos específicos sobre este assunto na seção “Negociação de Cotas e Liquidez”.

De qualquer forma, entendemos que o mecanismo da sub-classe pode ser imensamente aproveitado pelo mercado para trazer estruturas menos custosas e mais livres de movimentação para os investidores. Caso a CVM entenda essas sugestões como interessantes, será importante que o relatório desta audiência pública traga recomendações expressas (ou mesmo na própria norma) para que seja priorizada a utilização das sub-classes para substituir as estruturas master-feeder e de fundos espelho, demandando uma boa justificativa para que as estruturas antigas sejam mantidas – e com a expectativa de que esta justificativa não seja em benefício do prestador de serviço, e sim em benefício do cotista.

Inclusive, entendemos que é importante que o Anexo I preveja que a incorporação de fundos de estruturas master-feeder/fundos espelhos para serem substituídos por sub-classes seja matéria de deliberação obrigatória para a adaptação dos FIFs à nova regra.

V. Negociação de Cotas e Liquidez

A Resolução traz, em seu Artigo 16, um elemento bastante característico das cotas de fundos abertos. Das regras que são das primeiras que lembramos quando pensamos no conceito: “cota de fundo aberto não pode ser transferida”.

Esta regra é uma verdade desde que fundo é fundo na CVM. E fez muito sentido por muito tempo, quando nossa indústria era mais imatura e menos tecnológica. Contratos de compra e venda de cotas assinados em papel com firma reconhecida, enviados por correios, processos manuais de todos os lados, dúvidas tributárias, menor disponibilidade de informações e mais uma série de outros motivos tornaram a limitação bastante compreensível. Mas estamos em 2021, e a pandemia do Coronavírus tornou inevitável o salto tecnológico de todo o sistema financeiro brasileiro – que já vinha se modernizando a passos largos antes disso.

Gostaríamos de convidá-los a repensar esta vedação. Considerar os benefícios que permitir a negociação de cotas de fundos abertos poderia trazer, e compará-los com as desvantagens.

A indústria brasileira conta com milhares de fundos abertos com prazos longos de resgate. Acima de 30, 60, 90 dias, e até mais. Quanto mais a indústria de fundos sofisticar-se, mais prazos longos de resgate vão aparecer – e que, por permitirem uma boa gestão, podem trazer resultados mais interessantes.

Naturalmente, os investidores brasileiros tem maior preocupação na hora de investir neste tipo de produto – principalmente os que não contam com um volume grande o suficiente para constituir uma reserva de emergência realmente segura. Para o brasileiro médio, é natural a preocupação da emergência, do imprevisível, mesmo que de baixíssima probabilidade – e os prazos mais longos de resgate acabam afastando investidores que poderiam se beneficiar destes produtos. Uma saída recente para este “problema emocional” tem sido a antecipação de recursos de resgate através da concessão de crédito com as próprias cotas do fundo em garantia. Se a tal

emergência vier, o cliente pode receber os recursos de um fundo de prazo mais longo muito antes – pagando juros relevantes para isso.

Pre vemos que este tipo de mecanismo de concessão de crédito como “antecipação” de resgate passará a ser cada vez mais utilizado, dando mais fontes de liquidez aos cotistas dos fundos brasileiros – o que é bastante positivo. No entanto, sabemos que o custo do crédito no Brasil é alto, fazendo com que o preço dessa liquidez emergencial fique alto também.

Permitir a negociação de cotas de fundos abertos poderia ser um instrumento ainda melhor para o investidor nacional antecipar recursos de fundos que tenham resgates longos, para serem usados de forma emergencial. Esta permissão serviria como um grande estímulo para aproximar ainda mais os investidores brasileiros e os fundos com prazos de resgates longos, que usualmente tem estratégias mais interessantes e sofisticadas. A segurança de poder contar com os recursos em casos de urgência certamente terá um efeito positivo para o investidor.

Alguns dos impactos de uma mudança desse tipo são previsíveis. Naturalmente, a primeira preocupação tende o preço de negociação. Embora a cota do fundo seja avaliada diariamente, cada cotista tem seu próprio “carrego” tributário e, dependendo do fundo, taxa de performance específica apropriada em sua cota (e sua respectiva linha d’água) – além do próprio preço que será atribuído à liquidez. Certamente estes pontos devem ser abordados, de forma exaustiva e/ou principiológica. Exemplos seriam a exigência da adoção/divulgação de limites de deságio, no próprio regulamento do fundo ou por seus distribuidores, e/ou a exigência principiológica de negociação a “valor justo” – sendo o distribuidor, como intermediário, responsável por esta análise (o que já ocorre necessariamente pela lógica de prevenção a lavagem e crimes contra o sistema financeiro). Além disso, a legislação fiscal também precisará prever esta situação, o que não parece um obstáculo, já que a IN RFB 1.585 necessariamente precisará ser reformada para atender o novo regramento.

Entendemos que tal negociação poderia ocorrer fora de bolsa ou balcão, mas com a “intermediação” necessária do(s) distribuidor(es) do fundo, que deverão anuir à operação. O processo operacional para isso já é de conhecimento dos prestadores de serviço do mercado, já que seria bastante similar ao processo da portabilidade e ao da integralização de cotas de fundos abertos em outros fundos abertos (no caso de fundos para investidores qualificados) – além da própria experiência em negociação de cotas de fundos fechados, que tem como única diferença técnica em relação à dos fundos abertos a ausência de come cotas nos fundos de tributação de renda fixa.

Sabemos que este não é um ponto simples. Mas dentro de nossa provocação inicial, e percebendo que o principal beneficiado dessa possibilidade será o investidor, a pergunta que fica é: por que não?

Caso a CVM entenda que esse ponto merece consideração, também sugerimos que seja possível ao gestor e/ou ao administrador do fundo cujas cotas serão negociadas, ou partes a eles relacionadas (inclusive fundos), adquirirem tais cotas, desde que no valor da cota do dia (descontada de impostos e performance provisionada) ou com limite de deságio estabelecido pela norma – afastando assim quaisquer conflitos de interesse e dando aos prestadores de serviço dos fundos a capacidade de também agirem como *players* deste mercado, estimulando ainda mais sua utilização. Notem que a ideia aqui não é criar um mercado secundário ativo de cotas de

fundos abertos, e sim um mecanismo que viabilize a “antecipação” de recursos de resgates com um custo bastante inferior ao atualmente cobrado na concessão de crédito.

Alternativamente, caso a CVM opte por manter a restrição atual, sugerimos que sejam incluídas no artigo 16 da Resolução as hipóteses de: (a) integralização de cotas de fundos abertos em outros fundos abertos, e (b) a integralização de cotas de fundos abertos no capital social de sociedades.

Em relação à sugestão (a), entendemos que esta possibilidade não deveria mais se aplicar apenas para fundos destinados a investidores qualificados, como já comentamos acima. Desde que a lei 13.043 foi publicada, o processo de integralização de ativos em fundos ficou muito mais organizado e seguro, e com a devida atribuição de responsabilidades e precificação. No caso de FIFs, o processo é ainda mais simples, por geralmente envolver ativos líquidos e negociados em bolsa ou balcão. Por isso, sugerimos também que a previsão encontrada no Artigo 70, I, do Anexo I, seja ampliada para os fundos dedicados ao varejo. Não conseguimos encontrar quaisquer motivos para que apenas o investidor qualificado tenha este direito. Em nossa visão, este é um ponto que merece a equalização do tratamento entre o investidor de varejo e o qualificado, pois parece um benefício dado ao investidor que tem mais recursos, e não uma proteção ao que tem menos.

Finalmente, ainda em relação ao artigo 16 da Resolução, gostaríamos de solicitar à CVM esclarecimentos em relação ao novo inciso VI. Qual é a relação vista por esta Comissão entre a transferência de cotas de fundos abertos e a transferência de administração ou portabilidade? Entender tais situações como transferência de titularidade de cota nos parece ter possíveis impactos negativos, inclusive fiscais. Será bastante importante para a segurança do mercado que este ponto seja esclarecido no relatório do Edital, caso mantido na versão final da norma e a CVM concorde com esta preocupação.

V. Responsabilidade dos Cotistas

Outra novidade importante trazida pela nova legislação é a possibilidade de limitação da responsabilidade de cotistas de fundos de investimento ao valor dos seus investimentos.

Este sempre foi um dos pontos fracos de nossa indústria, principalmente em relação aos investidores internacionais. A sistemática utilização de veículos offshore para investir em fundos no Brasil por investidores estrangeiros (ao invés do investimento direto) sempre teve como principal razão a insegurança causada pela “responsabilidade ilimitada” trazida pela natureza condominial dos fundos.

Mas vale dizer também que, mesmo com este ponto fraco, a indústria de fundos brasileira floresceu. Com menos de 20 anos após o início da jurisdição da CVM sobre os fundos de investimento, a indústria nacional cresceu e se desenvolveu – com uma jurisprudência administrativa segura e uma constante evolução da regulamentação. É motivo de muita satisfação ver o investidor de varejo anteriormente limitado a poucos produtos hoje falando com versatilidade sobre gestores independentes e plataformas de investimento.

Até aqui, não foram muitos os testes reais sobre a responsabilidade dos cotistas em casos de necessidade de aportes em patrimônios negativos – o que demonstra a segurança do nosso mercado em relação ao risco real dos patrimônios negativos. Mas nos casos que aconteceram, a discussão sobre a exequibilidade da obrigação sempre foi rodeada de complicações. E é em razão destas experiências passadas que trazemos nossas sugestões.

Nossa primeira sugestão é que se considere uma alternativa não-binária de limitação de responsabilidade do cotista. A minuta atual prevê duas situações: responsabilidade limitada ou ilimitada. Ponto. Ou perde só o que investiu, ou qualquer coisa pode acontecer.

Entendemos que seria de muita utilidade para o gerenciamento de risco do mercado e para os próprios investidores uma possibilidade intermediária: o estabelecimento de limites de responsabilidade superiores ao valor do investimento feito pelo cotista, mas limitado a um determinado multiplicador.

Algo parecido com o conceito dos limites para alavancagem atualmente previstos na Instrução CVM 555, mas aqui aplicável à responsabilidade do cotista – por exemplo, a responsabilidade limitada a 200% do valor investido pelo cotista. Ou 150%. Ou 300%. Ou, se for o caso, sem limite algum – e aí sim, teríamos o extremo da responsabilidade completamente ilimitada. A exposição destes limites no regulamento do fundo daria transparência e conforto aos investidores que desejem investir em fundos mais arriscados, e também a possibilidade ao mercado de ter alternativas ao enfrentamento da insolvência civil em fundos alavancados com responsabilidade limitada. E aqui vale lembrar: a natureza jurídica atual do fundo permite que analogias com sociedades (com responsabilidade limitada) e com condomínios (com responsabilidade ilimitada) fiquem invariavelmente imperfeitas. Como estamos falando de uma nova natureza jurídica, há espaço para inovações responsáveis e seguras para o mercado em relação à limitação de responsabilidades.

Como a limitação de responsabilidade poderá trazer impactos à avaliação de crédito dos fundos por suas contrapartes, e a solução trazida para o patrimônio negativo pela LLE é a do exótico instituto da insolvência civil, a criação deste campo intermediário de limitação de responsabilidade poderia funcionar como atenuante de consequências mais drásticas e pouco conhecidas do nosso mercado. Entendemos que a amplitude do poder de regulamentação conferido à CVM pelo Código Civil neste ponto permite que a Resolução traga este tipo de inovação.

Olhando para a experiência internacional – por exemplo, as regras de *investor giveback* de diversos fundos de *private equity* – esse cenário intermediário também seria bastante compreensível para o investidor estrangeiro, o que certamente ajuda a desenvolver a indústria.

Nossa outra sugestão é que o Parágrafo Único do Artigo 18 da Resolução traga a exigência de que, em fundos com responsabilidade ilimitada (ou limitada a valores superiores ao capital investido), o processo para a “chamada” dos aportes adicionais em casos de patrimônio líquido negativo seja devidamente descrito e detalhado no regulamento do fundo.

As redações atuais dos regulamentos e até a da própria norma dificultam a execução do processo (tanto operacional quanto judicialmente), e exigir que este esteja previsto e detalhado em regulamento será um importante reforço – tanto para a transparência ao investidor, principalmente do que pode acontecer em situações excepcionais, quanto para a segurança do fundo, com um processo previamente descrito e planejado que facilitará sua execução.

VI. Responsabilidade dos Prestadores de Serviço

Além da responsabilidade do cotista, a LLE também trouxe inovações sobre a responsabilidade dos prestadores de serviço. Vamos a elas.

Solidariedade: Concordamos com a iniciativa da minuta de preservar a solidariedade dos prestadores de serviço perante os cotistas no caso dos fundos de investimento de varejo. No

entanto, vemos o risco de que esta imposição apenas para os fundos de varejo traga uma percepção para os prestadores de serviço de que trabalhar com o varejo “tem mais risco legal”. E o risco legal é sempre precificado.

Embora a solidariedade seja um fato nos fundos regulados pela Instrução CVM 555, acreditamos que ao tirar esta obrigação de cena e mantê-la apenas para os fundos de varejo, a avaliação de risco – principalmente dos administradores fiduciários – sobre a prestação de serviços para fundos de varejo pode ser sensivelmente alterada.

Esta alteração da percepção poderá impactar negativamente (a) na precificação dos serviços ao fundo, eventualmente tornando-os mais caros justamente para o investidor de varejo, e (b) piorar a concorrência e conseqüentemente a qualidade dos prestadores de serviço dedicados ao varejo. Claro que estamos fazendo um exercício de previsão, mas temos a preocupação de que uma medida que visa proteger o varejo acabe por prejudica-lo, tornando-o o “patinho feio” dos fundos por afastar os melhores prestadores de serviço ou por aumentar os custos do cotista.

Assim, nossa sugestão é que algum equilíbrio seja mantido para evitar esta conseqüência, e que os FIFs previstos no Anexo I exijam a solidariedade entre os prestadores de serviço (principalmente administrador fiduciário e gestor) perante os cotistas **tanto nos fundos dedicados ao varejo quanto nos fundos dedicados aos investidores qualificados**. Embora haja a presunção de maior conhecimento pelo investidor qualificado, entendemos que esta deva significar maior flexibilidade informacional e comercial do fundo, mas não uma mudança do patamar de segurança do investidor em caso de prejuízos por quebra de dever fiduciário.

Entendemos que a solidariedade não precisa ser exigida em fundos dedicados ao investidor profissional – já que em geral dão bastante liberdade ao gestor.

Em relação às outras classes de fundos, entendemos que a solidariedade já não se aplica, e que esta Comissão tomará as decisões corretas em relação a este assunto nos anexos específicos.

Papéis dos Prestadores de Serviço Essenciais. Temos algumas sugestões em relação à atuação do administrador e do gestor em determinados assuntos.

- Artigo 22 da Resolução: em nossa experiência, vemos que a decisão da suspensão de aplicações é um assunto tipicamente decidir o pelo gestor. Por isso, embora haja o papel imprescindível do administrador na comunicação e operacionalização do fechamento, sugerimos que a norma atribua a responsabilidade da **decisão** do fechamento ao gestor. Assim, em caso de questionamentos sobre a decisão, estes serão feitos a quem realmente decidiu. Caso a CVM entenda necessário manter espaço para que o administrador também possa tomar essa decisão, a Resolução poderia exigir que a decisão seja acordada por ambos.
- Em relação ao Artigo 80, III, da Resolução, entendemos que não é ideal contratação do distribuidor pelo gestor. Embora seja compreensível pela ótica da relação comercial, boa parte da relação obrigacional e operacional na distribuição de um fundo de investimento, seja identificada ou via PCO, é tida entre o administrador e o distribuidor – principalmente no que se refere ao processamento do passivo. Assim, entendemos que o gestor deveria sim ser parte do contrato, mas não necessariamente o contratante – já que muitas das discussões complexas destes contratos são relacionadas a procedimentos entre o

administrador fiduciário e o distribuidor. Um contrato tripartite nos parece a melhor solução.

- Anexo FIF, Artigo 41, I: a verificação das condições trazidas por este inciso nos parece ser um trabalho mais adequado do administrador e do gestor, dentro de seus respectivos deveres fiduciários. Nos FIFs, o papel do custodiante tende a ser bastante reduzido. Alocar esta responsabilidade no custodiante é um peso custoso para um prestador de serviço que, nos investimentos nacionais, tem uma tarefa muito mais simples. Sugerimos que a responsabilidade por esta verificação seja compartilhada entre administrador e gestor.

VII. Taxas dos Fundos

Em relação às mecânicas de taxas dos fundos, temos as seguintes preocupações e sugestões:

- O Artigo 100 da Resolução nos parece eliminar a possibilidade de que determinados prestadores de serviço contratados pelos prestadores de serviço essenciais (inclusive consultores especializados e consultores de investimento), não poderiam mais ser remunerados diretamente pelo fundo com parcelas das taxas de administração, gestão e performance. A nova redação da Resolução deixa alguma dúvida em relação a esse assunto, e solicitamos o esclarecimento desta Comissão se a intenção efetivamente é a de limitar os pagamentos diretos pelo fundo (como encargos/deduzidos das taxas, como acontece hoje). A preocupação naturalmente tem origem fiscal, para evitar a dupla tributação incidente no recebimento e repasse de remuneração entre dois prestadores de serviço do fundo.
- Sugerimos que o Artigo 85 da Resolução seja alterado para prever que a taxa máxima do fundo que investir em outros fundos considere, sim, fundos de investimento geridos por terceiros. Entendemos que a exceção da taxa máxima deveria se aplicar apenas (a) para os fundos de índice e FIs negociados em mercados organizados, como já é, e (b) para fundos de investimento no exterior, desde que geridos por partes não relacionadas ao gestor do fundo investidor.

Entendemos que a lógica atual da taxa máxima tem a mitigação do conflito de interesses como principal objetivo, por só exigir a inclusão da taxa de fundos geridos pelo mesmo gestor. No entanto, a adoção de taxa máxima de forma ampla, considerando fundos de terceiros, atinge o objetivo da mitigação do conflito e também traz mais transparência para os custos do fundo e a expectativa de investimentos que o gestor deseja fazer.

A informação do custo de taxas de gestão "all in", considerando as taxas de gestão dos fundos investidos, é essencial para a tomada de decisão de um investidor, e não deveria ser voluntariada ou demonstrada em reportes periódicas, e sim obrigatória para o regulamento do fundo. Nossa sugestão, inclusive, é que tal informação conste também do regulamento de fundos destinados a investidores qualificados. Não vemos prejuízo para a adoção desta regra, que só traz mais transparência ao mercado e seus investidores, e reforça o dever de diligência do gestor. Entendemos que a argumentação de que "*é importante a flexibilidade para investir em fundos com taxas mais altas, pois as decisões futuras são imprevisíveis*" não tem mais força do que o argumento da transparência – afinal, se um gestor espera poder investir em um fundo que tenha taxa de 6% ao ano, é

bastante relevante que o cotista do fundo, seja ele varejo ou qualificado, tenha essa informação bem clara antes de investir.

- Artigo 33, Parágrafo Primeiro, inciso I, do Anexo dos FIFs: A discussão sobre o *benchmark* correto em fundos de investimento muitas vezes toma contornos de complexidade justamente pela exigência de compatibilidade com a política de investimento e os títulos que efetivamente a compõem. Isso leva a discussões complexas sobre qual a perspectiva a ser olhada para os ativos: se pela sua natureza, se por seu setor, se pelos seus limites formais...

Muitas vezes os participantes do mercado são forçados a uma análise fria da carteira (quais os ativos, qual a classe, qual o limite?) para fazer tal definição, e entendemos que esta discussão pode ganhar novos contornos de sofisticação e facilidade se a obrigação de compatibilidade do índice de referência for ajustada para o “objetivo de investimento do fundo”, e não com sua política/carteira. Entendemos que esta regra poderia inclusive incentivar o mercado a melhor descrever os objetivos de investimento dos fundos, ao invés de insistir em linguagens padronizadas que acabam diferenciando as estratégias dos fundos apenas pelos seus nomes, tendo todo o restante uma redação basicamente idêntica para cada classe.

VIII. Limites de Investimento

De todos os pontos que já falamos acima, este é o que certamente entendemos como o mais relevante e com a maior capacidade de realmente beneficiar o mercado e seus investidores, principalmente o de varejo.

Entendemos que os conceitos de investidores de varejo, qualificados e profissionais presentes na Instrução CVM 539/2013 foram e são importantes para o mercado de capitais nacional. Justamente através deste método, o mercado brasileiro pôde se desenvolver de forma parcimoniosa e estruturada, assimilando o aumento de seus investidores com as devidas proteções.

No entanto, o que antes foi proteção, hoje pode estar se tornando obstáculo, principalmente para os investidores de varejo, podendo resultar em efeito perverso: o sacrifício de rentabilidade.

Como já dissemos antes, esse novo cenário do mercado brasileiro necessariamente leva o investidor nacional a buscar uma alocação com ativos mais sofisticados, um pouco mais de risco.

Restringir determinados produtos financeiros ou flexibilizar limites de concentração apenas aos investidores qualificados (como FIPs, FIDCs, fundos 555 com exposição no exterior ou diferentes limites, etc.), tira do investidor de varejo a possibilidade de se expor a ativos que, hoje em dia, são necessários para uma carteira balanceada – e não necessariamente apresentam mais riscos ou menos informações (este último, se assim a Comissão exigir).

Desde que a CVM adota o conceito de qualificação do investidor, as regras de todos os participantes e de todos os emissores foram profunda e positivamente alteradas. Nossa indústria passou por uma transformação virtuosa, com a forte disseminação da cultura de *compliance* e com a criação de diversos canais de informações sobre os produtos, frequentemente acessadas pelos investidores nacionais, além de um grande impulso no estímulo à educação financeira.

O processo de *suitability* foi uma decisão acertada que, somada com o princípio da transparência, montou uma estrutura de segurança importante para a relação entre investidor, intermediário e ativo, seja ele qual for. As auditorias da BSM tem um forte foco no *suitability*, o que traz ao mercado a supervisão recorrente do cumprimento da legislação – trazendo mais segurança para a confiabilidade do procedimento.

A boa informação está disponível, e os processos de *suitability* estão cada vez melhores. E entendemos que se nossas sugestões forem acatadas, mesmo que parcialmente, será importante que a CVM reforce ainda mais a importância de um *suitability* bem feito pela CVM, através dos atos normativos que entenderem necessários. Não há que se falar em aumento de ônus para os participantes, e sim do possível aumento de boas oportunidades disponíveis para os investidores brasileiros, com segurança e supervisão. O foco é no investidor.

Dito tudo isso, nossa sugestão geral é a de que a Comissão aproveite o momento para aprofundar e efetivamente iniciar a revisão deste conceito de limitação de acesso a determinados produtos pelo varejo através do Anexo I. A pesquisa feita pela Comissão em outubro do ano passado, em relação ao interesse do varejo em FIPs e securitizações demonstrou que este caminho já está sendo trilhado – e este pode ser o momento de dar o primeiro passo. É importante que seja feita uma análise transversal dos acessos que hoje o investidor de varejo tem, e buscar equilibrá-los.

É permitido hoje ao varejo investir em *equity crowdfunding*, ativo extremamente ilíquido e concentrado. Uma ótima oportunidade de investimento, sem dúvida nenhuma, mas bastante ilíquido e com um nível reduzido de informações. É permitido ao varejo comprar BDRs de qualquer nível, possibilitando ao investidor montar sua própria carteira no exterior, com suas próprias percepções de diversificação e risco - além da facilidade para abrir uma conta em uma corretora no exterior, com plataforma em português. Com alguns cliques, compra diversos tipos de criptomoedas fora do ambiente regulado. E todas essas novas possibilidades são ótimas.

Mas nos chama a atenção a classificação de risco de um BDR ser melhor do que a de um FIM que necessariamente obedece a limites de diversificação, sem alavancagem.

Se comparamos essas permissões às restrições que hoje são impostas a diversas categorias de fundos de investimento, a legislação parece sugerir que o investidor de varejo, ao investir em um fundo gerido por uma equipe especializada, cuja função é passar o dia todo fazendo investimentos, está menos seguro do que no cenário em que ele toma diversas das decisões descritas no parágrafo acima de forma individual.

Não estamos dizendo aqui que sempre sabemos mais que os investidores. Mas estudar e analisar o mercado é o nosso trabalho diário, durante todo o dia útil. É a única coisa que olhamos, é nosso dever e nossa profissão. Entendemos que estas restrições foram muito relevantes no passado, quando nosso mercado ainda se desenvolvia e a administração era feita em planilha e as empresas de gestão tinham 2 pessoas. Mas em 2021, considerando a especialização e robustez adquirida pelos participantes da indústria de fundos, parece oportuno reconsiderar as limitações de acesso em geral e os limites de concentração trazidos no Anexo I. Já faz 6 anos que o gestor é obrigado a gerenciar o risco de seus fundos diariamente, através de sistemas sofisticados – e com ainda mais preocupação quando se trata de fundo voltado ao varejo. É necessário admitir que um investidor pessoa física que tem outra profissão certamente não tem a mesma capacidade (no mínimo por escassez de tempo) para gerenciar o risco de uma carteira que ele monta completamente sozinho.

Vale adicionar: entendemos que os conceitos de investidor de varejo, qualificado e profissional devem continuar, mas serem aplicados majoritariamente às modalidades de oferta dos valores mobiliários, como já ocorre hoje. Em formato similar ao encontrado em mercados mais desenvolvidos, a qualificação do investidor seria gatilho para o tipo de oferta que este pode acessar (pública ou com esforços restritos, com mais ou menos informações disponíveis), mas não o tipo de produto. Além disso, nossa proposta não é a de equiparar o investidor de varejo ao profissional, mas equalizá-lo ao investidor qualificado, dando acesso aos mesmos produtos, mas com diferenças informacionais e comerciais (as mudanças sugeridas no Anexo I deixarão isso mais claro).

Quando avaliamos as oportunidades disponíveis para os qualificados (como fundos com limites de concentração dobrados e maior acesso ao exterior, por exemplo), entendemos que hoje o investidor qualificado é “premiado” por já ter R\$1 milhão investidos. Muitas vezes é uma herança, ou fruto do próprio trabalho em outra área. Ter esse valor investido não necessariamente significa que se investe há muito tempo. Mas lhe garante um acesso “vip” ao mercado. Para instituições como a Vitreo DTVM, hoje com mais de 100.000 clientes, grande parte deles não-qualificados, é triste lançar fundos com teses excelentes e não poder oferecê-las ao varejo pro presumir que estes não entendem o suficiente. Fazemos *lives* semanais com nossos investidores e temos uma troca muito intensa – e as reclamações por não poderem investir nestes fundos não cessam. Para o investidor de varejo que está no mundo de fundos há algum tempo, essa limitação parece um castigo, por não ter dinheiro o suficiente.

Antes de falar sobre o Anexo I, gostaríamos de antecipar um assunto: entendemos que os FIPs poderiam ser acessados pelo varejo, desde que obedecidas determinadas condições que a CVM entenda necessárias – que podem variar de uma exigência de maior transparência até a de que apenas FIPs listados em mercado organizado sejam acessados pelo varejo. Esta possibilidade, por sinal, seria boa para todos os lados. Traz ao varejo a oportunidade de investir em ativos cuja rentabilidade pode ser bastante diferenciada, com liquidez diária, e incentiva o mercado a criar mais produtos do tipo, criando um ciclo virtuoso de listagens e liquidez e, no fim da linha, investimentos na economia real brasileira. Sabemos que esta audiência pública não é para FIPs, mas já trazemos a ideia pois pode ajudar na formação do edital para o Anexo de FIPs, caso achem que faz sentido.

Passaremos agora para as sugestões efetivas, de forma mais pragmática, considerando o raciocínio acima.

Equiparando o Investidor de Varejo ao Investidor Qualificado

Sugerimos que seja permitido aos fundos dedicados ao varejo adotar a prerrogativa do Artigo 71 do Anexo – o cômputo em dobro de diversos limites de concentração ali previstos. E aqui acrescentamos a sugestão de que os limites por emissor previstos no Artigo 44 também sejam incluídos no Artigo 71 – ou seja, que também sejam computados em dobro.

Os fundos de varejo que adotarem estas prerrogativas poderiam ter um sufixo específico, como “Concentrado”, e exigir a assinatura de um termo de ciência que demonstre expressamente todas as diferenças deste tipo de fundo para o fundo que não adota a prerrogativa do Artigo 71 – que pode ter o sufixo “Diversificado”.

Aqui vale lembrar a argumentação acima: além da transparência trazida pelos termos e sufixos, um *suitability* bem feito dará diferente nível de risco para o fundo de varejo que use tal

prerrogativa, permitindo a entrada apenas dos investidores de varejo cujo perfil de risco seja adequado.

Entendemos profundamente o valor da diversificação. Em nossa visão, dobrar os limites aqui previstos continuarão mantendo uma carteira diversificada – seja pelo gerenciamento de risco do próprio gestor, seja pelo resultado prático da ampliação. A intenção não é abrir caminho para concentração desmedida, e sim abrir o leque de opções de movimentos táticos e/ou de longo prazo. Vejam que não estamos aqui tentando fazer provas de A ou B, ou com evidências científicas de que o limite dobrado é melhor que o limite não-dobrado. Nossa principal provocação é “por que não, se com as devidas salvaguardas?”. O mercado lida com estes mesmos limites há quase duas décadas, e muita coisa mudou de lá pra cá - menos os limites. Entendemos que é hora de revê-los, inclusive sob a ótica prudencial.

Também vale lembrar que o investidor de varejo já pode hoje se expor a altíssima concentração sozinho, e também em FIAs e FIMs que investem em renda variável e não precisam obedecer a limites por ativo ou por emissor. Acreditamos que a lógica do limite dobrado não o colocaria mais em risco do que em fundos com possibilidade de 100% de concentração – ainda mais com um *suitability* bem feito e um gerenciamento de risco robusto.

Além da lógica do limite dobrado do artigo 45, também sugerimos que a prerrogativa do inciso II do Artigo 43 (limite de 40% no exterior) também seja aplicável ao investidor de varejo, seguindo a mesma lógica de salvaguarda da prerrogativa do Artigo 71 (sufixo, termo de ciência explícito e pontuação de risco adequada no *suitability*).

Adicionalmente, entendemos que também deveria estar disponível ao investidor de varejo a permissão do inciso I do Artigo 70 (integralização/resgate em ativos). Entendemos as preocupações do passado (precificação, *paperwork*, complexidade operacional...), mas hoje em dia esta limitação já não tem mais tanto sentido nos fundos regidos pelo Anexo I. Após a edição da Lei 13.043, o processo de integralização ficou muito mais organizado e seguro, dando ao próprio mercado mais conforto para realizá-lo. Assim, fica a pergunta: por que o varejo não pode?

Por outro lado, nossa sugestão **não envolve** permitir aos fundos de varejo a aplicação das prerrogativas dos incisos II, III, IV e V do Artigo 70 do Anexo I – dispensa de informações, taxas diferenciadas, prazos de resgate diferenciados e prestação de garantias pela carteira do fundo. Nosso foco é exclusivo nos limites de investimento.

Limites de Investimento Gerais - Brasil

Em relação aos limites em si trazidos pelo Anexo I, temos as seguintes sugestões:

Investimento em FIPs: Incluir cotas de FIP no rol do inciso I do Artigo 45. Seguindo a lógica acima, e comparando aos ativos já permitidos neste inciso - como FIDCs, que também são de condomínio fechado, a cota de FIP poderia estar dentro deste inciso. Caso seja uma mudança muito brusca, o inciso I poderia admitir cotas de FIPs negociados em mercado organizado, e o inciso II cotas de FIPs não listados para negociação. De alguma forma, a alínea (d) parece permitir cotas de FIP, mas seria interessante existir a menção expressa sempre que for possível afastar a necessidade de interpretações. E assim como falamos um pouco antes, entendemos que este tipo de permissão também estimularia a listagem de mais FIPs – e mais investimentos na economia nacional.

Fundos – Modalidade de Ativo: Sugerimos alterar a lógica do Parágrafo 1º do Artigo 45, que permite que o limite de 20% em (a) fundos e fundos de cotas do Anexo I destinados ao varejo, (b) cotas de fundos de índice negociados, e (c) BDR-ETFs; sejam ultrapassados desde que se atenda ao disposto nos artigos 62 e 63. Se é possível que um fundo chegue ao limite de 100% nestas modalidades de ativos, nos parece mais eficiente e claro que a norma preveja o limite de 100% para estes ativos de forma objetiva, incluindo uma alínea no inciso III mencionando tais fundos, e obrigando que qualquer fundo que permita o investimento em outros fundos obedeça aos artigos 62 e 63 (e não só os que ultrapassam o limite do inciso I, como é atualmente).

Fundos Monoativos: Que tal permitir a criação de fundos “monoativos”? A ideia é permitir fundos cujo objetivo principal seja adquirir **UM** ativo específico (como uma debênture, um CRI, um CDB...), e que não obedeceriam aos limites por modalidade de ativo ou por emissor, desde que seus regulamento prevejam o limite mínimo de 90% (noventa por cento) no ativo específico. Hoje isso já é permitido com ações, mas sem que haja a exigência de *disclosures* específicos. Nossa sugestão é que esta permissão seja dada para qualquer classe dos fundos do Anexo I (exceto os FICs, por questões óbvias), desde que obrigue o fundo a incluir o sufixo “Monoativo” em seu nome e determinados fatores de risco que a CVM entenda necessários. Pedimos desculpas pela falta de criatividade dos sufixos sugeridos até aqui.

Flexibilização para Fundos: sugerimos que o Parágrafo 2º do Artigo 59 englobe cotas de fundos de investimento do Anexo I, assim como trata os ativos de renda variável. Ou seja, que o fundo multimercado possa comprar outros fundos (do Anexo I) livremente, sem modalidades de ativo ou emissor, para movimentações táticas e estratégicas – a intenção, aqui, é que o fundo multimercado se torne cada vez mais versátil, permitindo momentos de alocações majoritariamente em ativos diretos e outros com concentração em determinados fundos. Naturalmente, tal permissão acompanharia fator de risco específico. No mais, em relação a este assunto, entendemos que o Parágrafo 3º já traz essa possibilidade para os fundos qualificados – e nossa sugestão reitera a lógica da equiparação do varejo ao qualificado. No entanto, é importante que o parágrafo seja mais detalhado para que se tenha certeza de que os limites dispensados são tanto o de modalidade de ativo quanto o de emissor.

Fundos de Índice de Criptoativos: Sugerimos que a alínea c) do inciso I do Parágrafo 1º do Artigo 57 inclua fundos de índice de criptoativos diversos. Enquanto escrevemos esta manifestação, estamos próximos do lançamento dos primeiros ETFs com lastro em índices de criptoativos no Brasil. É importante que a CVM dê algum tratamento direto aos criptoativos no Anexo I, pois estes se tornam cada vez mais realidade nos fundos brasileiros. E no caso dos ETFs que estão sendo lançados, os ativos estão sendo tributados como Renda Variável, mas há dificuldade em equipará-los a ETFs de ações sob a ótica do enquadramento regulatório, já que a alínea c) é objetiva neste sentido – o que causa uma grande celeuma no enquadramento destes ativos e na definição de qual a melhor classe de fundo para se investir neles. Em nossa visão, o tratamento ideal a ser dado é o da equiparação ao ETF de ações, pois o indício fiscal é muito forte – e é realmente difícil achar outro tipo de ETF que se compare melhor ao ETF de criptoativos do que o ETF de ações – inclusive pelo risco e volatilidade. O que entendemos que não é razoável seria equiparar o ETF de criptoativos aos ETFs de moedas – afinal, desde cedo aprendemos que a característica zero de uma moeda, tanto na economia quanto no direito, é a emissão da moeda por um órgão do Estado.

Investimento em Fundos para Profissionais: Sugerimos a exclusão da vedação trazida pelo Parágrafo 2º do Artigo 64, pela imposição da realidade: a consolidação diária de carteiras entre fundos geridos por diferentes gestores é impraticável. Tanto pelo sigilo das movimentações

valorizada por boa parte dos gestores, quanto pelos horários de funcionamento e liberação de cotas. Pela incapacidade de consolidação, na grande maioria das vezes os fundos para varejo e qualificado não conseguem investir em fundos para profissionais – e pior, só conseguem se forem geridos pelos mesmos gestores, o que incentiva o conflito. Assim, sugerimos que o parágrafo seja excluído, e que haja o comando da consolidação das carteiras dos fundos para profissionais usando os limites máximos previstos em seus regulamentos – ou tratando-os diretamente como “ativo final”, sem necessidade de consolidação. Aqui nos referimos apenas à consolidação de limites de investimento – entendemos que a obrigação de verificação adequada dos limites de alavancagem não seria impactada com tal alteração.

Investimentos no Exterior

Neste ponto, a predisposição da Comissão para permitir cada vez mais a internacionalização dos fundos é visível e admirável. Considerando a experiência da indústria desde que esta possibilidade surgiu, temos algumas sugestões principalmente em relação às características exigidas para o investimento em fundos internacionais. Vamos a elas:

Fundo Offshore Gerido pelo Gestor do Fundo Nacional:-A realização de operações diretas no exterior pelos fundos de investimento nacionais é uma realidade. Atualmente, conseguimos comprar ações, *bonds* e diversos outros ativos diretamente lá fora, sem passar por um veículo “master” intermediário. No entanto, há um custo alto nisso: recorrentes fechamentos de câmbio e o pagamento de altos impostos nas taxas de corretagem – já que são caracterizadas como importação de serviço, levando seu custo a quase 150% do valor original, onerando os cotistas. Além disso, em determinadas operações de derivativos, a dinâmica fiscal é bastante complexa quando o fundo brasileiro é a parte perdedora de um *swap*, por exemplo. O mercado tem assumido esse custo, principalmente nos fundos para qualificados que investem 100% no exterior, pela dificuldade imposta na criação de fundos no exterior que atendam aos requisitos do antigo Anexo 101, agora transformados nos Artigos 41 e 43, Parágrafo 1º, III(a), e Parágrafo 2º. As condições exigidas para tais fundos envolvem a legislação do país onde os fundos estão sediados, trazendo exigências que se aplicam a pouquíssimas jurisdições. A preocupação da CVM é compreensível ao fazer tais exigências, mas sugerimos uma perspectiva diferente: a de analisar a legislação da jurisdição do gestor, e não do fundo (já que muitas vezes os paraísos fiscais são as jurisdições com melhor custo/benefício para a indústria internacional de fundos). Afinal, o gestor regulado em um país que exija todas estas condições, acabará seguindo tais regras pela sua própria regulação, e não pela regulação do fundo. Nessa esteira, a sugestão específica deste item é a de que, caso o fundo de investimento no exterior seja gerido pelo mesmo gestor que o fundo brasileiro, não seria necessário observar o inciso III(a) do Parágrafo 1º e o Parágrafo 2º do Artigo 43, apenas às regras do Artigo 41, acrescidas de obrigações ao gestor de que faça a gestão do fundo internacional usando as mesmas regras e controles utilizados no Brasil, além de incluir todos os elementos do Artigo 41 nos documentos vinculantes do fundo, independentemente de sua jurisdição. Esta permissão reduzirá sensivelmente o custo dos fundos “master” internacionais do mesmo gestor, permitindo aos fundos nacionais aproveitarem ainda mais os veículos intermediários para facilitar e deixar mais econômica a execução das ordens do fundo, além de dar maior controle nas flutuações cambiais. Considerando que CVM e ANBIMA supervisionam o gestor, seria importante incluir na norma que a gestão deste tipo de fundo “master” estará sujeita à fiscalização dos reguladores nacionais, independentemente da jurisdição do fundo. Esta sugestão tem ainda mais força quando consideramos a exigência aos fundos de varejo que

invistam 100% no exterior apenas via fundo internacional (mesmo que a ideia seja que este fundo internacional compre apenas ações e funcione como veículo intermediário).

Foco na Jurisdição do Gestor: Este comentário tem a mesma base do comentário anterior, mas agora considerando fundos de terceiros. O foco na legislação da jurisdição do fundo é um tanto quanto custoso, pois faz com que haja um trabalho complexo de equiparação, que dificilmente dá conforto na decisão. Por isso, tanto no inciso III(a) do Parágrafo 1º e no Parágrafo 2º do Artigo 43, nossa sugestão é que o enfoque da legislação requerida seja a do gestor do fundo, e não do fundo em si. Desta forma, estamos falando de gestores registrados em países desenvolvidos e com sofisticadas regulamentações. Entendemos que é possível que nem todas as regras previstas nos parágrafos aqui discutidos apliquem-se ao gestor estrangeiro, e por isso pensamos que a norma poderia exigir que, assim como no caso anterior, o gestor se obrigue a seguir as regras previstas no Anexo I através dos documentos vinculantes do fundo. Acreditamos que será plenamente possível para os gestores brasileiros negociarem esse tipo de compromisso vinculante com os gestores dos fundos investidos. Muito mais possível do que conseguir alterar a legislação dos países típicos de estruturação dos fundos internacionais. Caso a CVM entenda que não há espaço para esta mudança, pedimos encarecidamente que a CVM ajude o mercado nestas equiparações complicadas e divulgue publicamente, via ofício, quais as jurisdições que a Comissão entende que atendem estas regras – dará mais segurança às decisões, pois até hoje existem muitas interpretações diferentes no mercado sobre qual jurisdição funciona no Anexo 101.

Regras diferentes para limites diferentes: Um fundo para investidor qualificado (nos termos do Anexo I do Edital) pode investir até 40% de seu patrimônio em fundos no exterior sem precisar observar o Art. 43, Par. 1º, III (a), observando apenas o Artigo 41. Mas se quiser passar deste limite – até 60%, por exemplo – os 20% excedentes “contaminam” os 40% anteriores em relação às exigências sobre o fundo internacional. Nossa sugestão é que, quaisquer que sejam as exigências sobre os fundos internacionais, elas se apliquem apenas ao “excesso” do limite-base. Ou seja, em um fundo de varejo que investe no exterior (pelas regras do Anexo I), 20% dos fundos obedeceriam ao Artigo 41, 80% o parágrafo 2º do Artigo 43. No fundo para qualificado, 40% dos fundos investidos obedeceriam o Artigo 41, e 60% obedeceriam o inciso III(a) do Artigo 43. Vale notar que esta sugestão perde o sentido caso a Comissão adote o foco na jurisdição do gestor sugerido logo acima.

VIII. Distribuição Por Conta e Ordem (PCO) - Assembleias

A distribuição por conta e ordem de fundos de investimento tomou proporções muito maiores após o surgimento das plataformas digitais. E como a própria CVM já reconheceu em precedentes, o principal “ativo” do distribuidor PCO é a identidade do cliente.

Pois bem: tanto com a regra atual da Instrução CVM 555, quanto no Artigo 38 da Resolução, qualquer assembleia de fundo distribuído por conta e ordem prejudica por completo o sigilo deste “ativo”.

Pelas regras e práticas correntes, ou o cotista chega na assembleia com uma declaração com seu próprio nome (ou a envia por email), ou é enviada uma procuração através da qual o cotista dá poderes ao distribuidor votar em seu nome, que deve ser entregue ao administrador. A declaração

é algo simples e corriqueiro, já a procuração toma diferentes níveis de complexidade. E em ambos os casos, o administrador recebe o nome do cliente e diversos outros dados.

Nossa sugestão é que a CVM permita que o distribuidor por conta e ordem possa transmitir os votos ao administrador (considerando a participação remota/por escrito do cotista) utilizando apenas os códigos dos cotistas e os respectivos votos, mas sem abrir suas respectivas identidades. Para tanto, é importante que a CVM permita que o distribuidor desenvolva sua própria metodologia para recolhimento dos votos, desde que verificável e que garanta a autenticidade da identidade do cotista votante. Com a tecnologia atual, muitas plataformas conseguirão desenvolver métodos ainda mais simples de votos em AGC (na perspectiva do cotista), o que permitirá um aumento sensível da participação de cotistas em assembleias de fundos.

Atualmente, o administrador fiduciário confia na manutenção de todas as informações do investidor com o distribuidor. Por que essa mesma dinâmica não valeria para os votos? Seria uma melhoria muito bem-vinda para as plataformas de distribuição, e certamente para o bom funcionamento do próprio mercado, pois esta facilidade será um estímulo adicional para o exercício dos direitos políticos pelos investidores brasileiros.

IX. Assuntos Aleatórios

Finalmente, gostaríamos de trazer sugestões finais que não se agrupam em um assunto específico, mas que buscam melhorias para o nosso mercado.

- Resolução, Artigo 40: sugerimos que seja excluída a hipótese de determinação de prazo de carência para resgates sem rendimento. Não conseguimos vislumbrar hipótese onde essa regra faça sentido, e é certamente prejudicial ao investidor.
- Resolução, Artigo 40: sugerimos que o resgate compulsório seja remédio aplicável para solucionar fundos com patrimônio líquido inferior a R\$1milhão, nos termos do Parágrafo 1º do Artigo 7º, sem que haja a necessidade de previsão expressa em regulamento.
- Resolução, Artigo 47: Sugerimos que seja possibilitada a alteração unilateral do regulamento do fundo sem necessidade de AGC em três situações adicionais: (a) redução de prazo de resgate, (b) alteração de nome comercial do fundo (desde que não mude a classe), e (c) alteração de aplicação inicial mínima (seja para aumento ou redução) – e apenas da aplicação inicial mínima. A primeira certamente é uma melhoria para o investidor. A segunda parece meramente estética, mas já presenciamos situações extravagantes no nosso mercado – existem inclusive precedentes da CVM em que fundos precisavam alterar seus nomes em razão de mudanças de marcas ou fusões de instituições, e não conseguiam pois ninguém ia nas AGCs. E a última, da aplicação inicial mínima, não afeta os cotistas presentes do fundo, apenas os futuros.
- Resolução, Artigo 73: Sugerimos que, no período entre o envio de convocações e a realização de assembleias, novos investidores do respectivo fundo sejam devidamente alertados da AGC por vir antes de realizar o investimento, para que fique clara a chance de mudança de regulamento após sua entrada no fundo, bem como sua incapacidade de participação. É uma informação extremamente relevante para a tomada de decisão de investimento.

- Resolução, Artigo 96: A redação deste artigo nos trouxe preocupação. Entendemos que até hoje um fundo de investimento é sempre considerado, perante terceiros emissores, um investidor profissional. Seu público alvo é que definirá seus limites de investimento, mas perante terceiros qualquer tipo de fundo seria entendido como profissional. Entendemos que a nova regra muda essa visão, e gostaríamos de sugerir que não fosse alterada – principalmente para continuar permitindo que fundos de investimento participem de ofertas restritas regidas pela Instrução CVM 476, independente de seu público alvo.
- Resolução, Artigo 109, Parágrafo 4º: a possibilidade de prorrogação de prazo de liquidação nas hipóteses previstas neste parágrafo é um instrumento relevante de segurança na liquidação ordenada de fundos fechados. Nossa sugestão é que esta possibilidade seja expressamente permitida para os casos de liquidação dos Artigos 110 e 111.
- Resolução, Artigo 50: É importante que este artigo faça a ressalva de que esta vedação não se aplica na prestação de informações ao próprio cotista do fundo (como por exemplo em um extrato, demonstrações de rendimento ou comunicações periódicas entre o fundo e seus cotistas – desde que apenas com eles).
- Anexo FIF, Artigo 76, Parágrafo 3º: sugerimos que a regra traga a obrigação de provisionamento do recebível em relação a acordos e remuneração baseados nas taxas de administração e gestão pelo fundo investidor. Entendemos que não há possibilidade de provisão a receber de taxa de performance, mas a provisão das taxas fixas certamente é possível, mesmo que com 1 ou 2 dias úteis de defasagem. Esta obrigação expressa eliminaria por completo qualquer risco de transferência de riqueza entre cotistas do fundo investidor.

X. Conclusão

Por aqui encerramos nossa manifestação ao Edital. Repetimos a satisfação que nos dá fazer parte de um processo como este, e esperamos que tenhamos conseguido agregar algo na discussão, e despertar algumas novas ideias para a CVM. Estamos muito animados com essa nova fase da indústria de fundos, e lutamos para que o investidor seja cada vez mais informado, bem tratado, e tenha total transparência e segurança em seus investimentos.

Estamos à disposição para conversas adicionais sobre esta manifestação caso seja do interesse da CVM.

Novamente agradecemos por uma atuação tão positiva e exemplar.

Que venha o futuro!

Empiricus Research Publicações Ltda., Vitreo DTVM S.A. & Vitreo Gestão de Recursos Ltda