

Rio de Janeiro, 15 de abril de 2021.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111, 23º andar
Centro, Rio de Janeiro - RJ
CEP 20.050-901

Att.: Ilmo. Sr. Antonio Carlos Berwanger
Superintendente de Desenvolvimento de Mercado
audpublicaSDM0820@cvm.gov.br

Ref.: Edital de Audiência Pública SDM nº 08/20

Ilustríssimo Senhor Superintendente,

STOCHE FORBES ADVOGADOS ("Stocche Forbes"), com fundamento no Edital de Audiência Pública SDM nº 08/20 ("Edital") e de acordo com as orientações ali incorporadas, vem, respeitosamente, apresentar a essa D. Comissão de Valores Mobiliários ("CVM" ou "Autarquia") nossas sugestões relacionadas à proposta de resolução que regula 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 ("Minuta", "Anexo FIF" e "Anexo FIDC", respectivamente).

Conforme se depreende do Edital de Audiência Pública, a Minuta e seus Anexos buscam enquadrar a regulação nas mudanças realizadas por meio da Lei nº 13.874/19 ("Lei da Liberdade Econômica" ou "LLE"), que, dentre outras medidas, impôs nova disciplina formal aos fundos de investimento, com o objetivo de tornar a regulação do mercado local mais próxima de outros mercados mais desenvolvidos.

De início, faz-se necessário saudar a iniciativa dessa D. Autarquia em promover um ambiente de discussão prévio com o mercado, sob a modalidade de uma audiência pública, para aprimoramento do texto da Minuta que regulará diversas categorias de fundos de investimento. Certamente, a criação desse marco regulatório se mostra um movimento essencial para tornar a jurisdição brasileira um ambiente mais receptivo a modelos inovadores no mercado de capitais, sempre garantindo um nível de proteção desejado ao investidor.

Desse modo, o presente instrumento contempla nossa proposta de ajustes à Minuta com o objetivo de auxiliar essa D. Comissão na elaboração de norma que permita o desenvolvimento mais dinâmico da indústria de fundos de investimento.

Em linhas gerais, nossa sugestão é para a realização de determinados ajustes envolvendo: (i) o tratamento da responsabilidade de cotistas e prestadores de serviço; (ii) a simplificação ou esclarecimento de procedimentos para redução de taxas e modificação de público-alvo do fundo; (iii) a possibilidade de criação de classes de categorias distintas em fundos destinados exclusivamente a investidores profissionais; (iv) fundos socioambientais; (v) modernização das regras de tratamento de conflito de interesses em FIs e FIPs; e (vi) inclusão de anexo normativo para o tratamento dos fundos de índice.

Assim, nos Capítulos I a XV abaixo, esclarecemos esses comentários com a identificação do dispositivo específico e a proposta de redação alternativa, acompanhada da fundamentação aplicável para a implementação da referida sugestão.

I. CONCEITOS E DEFINIÇÕES DA TAXA DE ADMINISTRAÇÃO, DA TAXA DE GESTÃO E DA TAXA TOTAL DE SERVIÇOS (ART. 2º, INCISOS XXX, XXXII E XXXIV, DA MINUTA; ART. 44, §1º, INCISOS X, XI E XII DA MINUTA; ART. 81, INCISO I, DO ANEXO NORMATIVO I DA MINUTA; E ART. 61, INCISO IV, DO ANEXO NORMATIVO II DA MINUTA)

A Minuta prevê, em seu artigo 2º, incisos XXX, XXXII e XXXIV, respectivamente, três definições relativas às taxas de remuneração devidas aos prestadores de serviço contratados pelo fundo de investimento: (i) a taxa de administração, definida como “*taxa debitada da classe de cotas para remunerar o administrador e os prestadores dos serviços por ele contratados em nome do fundo*”; (ii) taxa de gestão, definida como “*taxa debitada da classe de cotas para remunerar o gestor da carteira e os prestadores dos serviços por ele contratados em nome do fundo*”; e (iii) taxa total de serviços, definida como o “*montante total das taxas, na forma de percentual do patrimônio do fundo, que incidem sobre o fundo de forma a remunerar todos os seus prestadores de serviço (base 252 dias)*”.

Adicionalmente, os incisos X e XI do artigo 44 da Minuta trazem as informações complementares de que a taxa de administração deve ser “*...fixa e expressa em percentual anual do patrimônio líquido (base 252 dias)*” e de que a taxa de gestão deve ser “*fixa e expressa em percentual anual do patrimônio líquido do fundo (base 252 dias)*”.

A. COMENTÁRIO STOCHE FORBES

Uma das principais inovações trazidas pela LLE e refletida no novo arcabouço regulatório proposto pela Minuta diz respeito à possibilidade de o fundo de investimento possuir classes de cotas com direitos e obrigações distintos, inclusive com a obrigatoriedade de segregação de patrimônios entre as classes existentes, que deverão possuir escrituração contábil e demonstrações financeiras próprias, e a delimitação clara de que cada patrimônio segregado responderá somente por obrigações de sua respectiva classe de cotas. Tal alteração conceitual é acompanhada de regras e ferramentas que visam a assegurar a independência e a autonomia de cada uma dessas classes, inclusive em relação aos direitos políticos, a exemplo da realização de assembleias especiais de cotistas para a deliberação de matérias relacionadas especificamente a determinada classe de cotas.

Nesse contexto, e considerando, em especial, que cada classe de cotas possuirá características particulares entre si, incluindo público-alvo, política de investimento, fatores de risco e prestadores de serviços a serem contratados, entendemos que as taxas de administração, de gestão e total dos serviços devem acompanhar o conceito de independência e autonomia entre as classes e, portanto, ser fixadas e expressas em percentual anual do patrimônio líquido de cada classe de cotas.

Embora acreditemos, pela leitura de algumas redações propostas¹, que esse seja efetivamente o racional da Minuta, propomos a realização de ajustes em alguns de seus artigos para fins de torná-los mais claros, evitando controvérsias futuras, conforme indicados individualmente na seção B abaixo.

Adicionalmente, considerando que a taxa de administração e a taxa de gestão englobam a remuneração de outros prestadores de serviço e que a referida remuneração pode não ser vinculada ao patrimônio líquido do fundo, sugerimos flexibilizar um pouco a redação, indicando que tais taxas devem, preferencialmente, ser expressas em percentual anual do patrimônio líquido do fundo. Alternativamente, outra solução possível seria permitir o estabelecimento de um valor mínimo à título de taxa de administração e/ou taxa de gestão, independentemente do percentual em questão, prática que já é comumente utilizada pelo mercado nos regulamentos de fundos de investimento.

B. PROPOSTA DE REDAÇÃO

À luz do acima exposto, propõe-se que os incisos XXX, XXIII e XXXIV do artigo 2º da Minuta vigorem com as seguintes redações:

¹ A título exemplificativo, o artigo 44, §2º, II, da Minuta indica que as matérias relativas às três taxas devem ser dispostas nos anexos que disciplinam as classes de cotas. Ainda, o Suplemento D do Anexo I da Minuta indica que essas taxas devem ser discriminadas como “Despesas do fundo ou da classe de cotas”.

“Art. 2º Para os efeitos desta Resolução, entende-se por:

[...]

XXX – taxa de administração: taxa debitada ~~da~~ de cada classe de cotas, a ser fixada e expressa preferencialmente na forma de percentual anual do seu respectivo patrimônio líquido (base 252 dias), para remunerar o administrador e os prestadores dos serviços por ele contratados em nome do fundo pelos serviços prestados em relação a cada classe;

[...]

XXXII – taxa de gestão: taxa debitada ~~da~~ de cada classe de cotas, a ser fixada e expressa na preferencialmente forma de percentual anual do seu respectivo patrimônio líquido (base 252 dias), para remunerar o gestor da carteira e os prestadores dos serviços por ele contratados em nome do fundo pelos serviços prestados em relação a cada classe;

[...]

XXXIV – taxa total de serviços: montante total das taxas, a serem debitadas de cada classe de cotas, a ser fixada e expressa preferencialmente na forma de percentual do seu respectivo patrimônio ~~do fundo~~ líquido (base 252 dias), que incidem sobre o fundo de forma a para remunerar todos os ~~seus~~ prestadores de serviço pelos serviços prestados em relação a cada classe, incluindo os prestadores de serviços essenciais;”

Considerando que os termos já estariam definidos nos incisos acima elencados, propõe-se a modificação das redações dos incisos X, XI e XII do §1º do artigo 44 da Minuta para simplificá-los e para evitar duplicidades ou divergências de informações, conforme abaixo transcritas:

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

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

[...]

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

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

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

Caso sejam acolhidas, as sugestões de redação acima deverão ser refletidas, ainda, no artigo 81, I, do Anexo I, bem como no artigo 61, IV, do Anexo II da Minuta, conforme aplicáveis.

II. POSSIBILIDADE DE CRIAÇÃO DE CLASSES DE CATEGORIAS DISTINTAS EM FUNDOS DESTINADOS EXCLUSIVAMENTE A INVESTIDORES PROFISSIONAIS (ART. 4º, §1º, DA RESOLUÇÃO)

Como já mencionado em capítulos anteriores, a Minuta acompanhou a inovação trazida pela LLE e refletiu, em suas disposições, a possibilidade de criação de classes de cotas com direitos e obrigações distintos no âmbito de um mesmo fundo de investimento. Ao disciplinar a matéria, a Minuta criou, dentre outras, a regra adicional de que *“todas as classes devem pertencer à mesma categoria do fundo, não sendo permitida a emissão de classes de cotas que alterem o tratamento tributário do fundo”*, conforme consta do §1º de seu artigo 4º.

Conforme destacado no Edital de Audiência Pública, essa e as demais regras adicionais aplicáveis à matéria seriam *“(...)destinadas a estabelecer a uniformidade, consistência e organização na utilização da estrutura de classes de cotas (...)”*.

A. COMENTÁRIO STOCHE FORBES

Embora não tenha sido possível depreender, com clareza, os fundamentos e a motivação que basearam a limitação imposta pela Minuta, acreditamos que a estrutura de classes trazida pela LLE poderia ser mais bem aproveitada se possibilitasse a criação de classes pertencentes a categorias distintas de fundos de investimento, além de representar, a nosso ver, um melhor alinhamento da regulamentação aos princípios da livre iniciativa, da liberdade de contratar e dos demais princípios que norteiam a LLE, conforme será explorado com maiores detalhes nos Capítulos VI e VIII abaixo.

Um fundo de investimento que contemplasse classes de diferentes categorias possibilitaria uma gestão mais eficiente e menos onerosa de carteiras de investimento com perfil diversificado, concentrando portfólios distintos em uma mesma estrutura e reduzindo, assim, os diversos custos regulatórios envolvidos na constituição e no funcionamento de diferentes fundos de investimento existentes no mercado. Como consequência, a redução desses custos regulatórios também teria o condão de baratear os custos de remuneração a serem incorridos pelo fundo e, em última análise, pelos próprios cotistas, com o potencial de impactar positivamente a rentabilidade das cotas de sua titularidade.

Sabe-se que, na prática, a regra já é que os investidores possuam investimentos amplamente diversificados e destinem parcelas específicas de seu patrimônio a diferentes categorias de investimento (ações, ativos imobiliários, renda fixa, direitos creditórios, dentre outros), muitas vezes em fundos que possuem perfis semelhantes e, não raramente, contam com os mesmos prestadores de serviço, notadamente o gestor. Nesse contexto, o que se propõe é refletir uma realidade já existente em um produto consolidado e otimizado, que possa atender à necessidade de diversificação ao mesmo tempo em que possa reduzir eventuais custos – diretos e de oportunidade

– gerados aos participantes do mercado e aos investidores em decorrência da pluralidade de fundos com os mesmos perfis.

A estrutura pode servir, ainda, ao propósito de reunir ativos de diferentes categorias relacionados a um mesmo setor econômico que seja objetivo de investimento por parte do investidor, possibilitando a estruturação de produtos financeiros direcionados a esse setor específico sem afetar a desejada diversificação da carteira por tipo de ativo financeiro. A título meramente exemplificativo, seria o caso de um fundo de investimento que reunisse direitos creditórios, imóveis e ações de emissão de companhias que estejam vinculados ao agronegócio, de modo a compor um produto financeiro personalizado e atrativo para os investidores que acreditam nos retornos gerados por esse setor.

Considerando a complexidade mais elevada da estrutura proposta e o caráter de inovação por ela representado, que devem ser compatíveis com o conhecimento técnico e a experiência de seu público-alvo, entendemos que, pelo menos em um primeiro momento, o fundo de investimento que contemple classes de diferentes categorias deve ser destinado exclusivamente a investidores qualificados, em relação aos quais se pode presumir plena capacidade para compreender esse tipo de aplicação.

B. PROPOSTA DE REDAÇÃO

À luz do acima disposto, propõe-se a seguinte sugestão de redação para o art. 4º, §1º, da Minuta:

“§1º Todas as classes devem pertencer à mesma categoria do fundo, não sendo permitida a emissão de classes de cotas que alterem o tratamento tributário do fundo, salvo no caso de fundos de investimento destinados exclusivamente a investidores qualificados.”

III. DESNECESSIDADE DE OBRIGAÇÃO DE SUFIXO “RESPONSABILIDADE ILIMITADA” E CRIAÇÃO DO TERMO DE CIÊNCIA E ASSUNÇÃO DE RESPONSABILIDADE ILIMITADA (ART. 5º, §3º E ART. 20, §2º, AMBOS DA RESOLUÇÃO)

O Edital esclarece que, visando destacar para os investidores informação relevante para uma tomada refletida de decisão de investimento, a Minuta prevê dois meios de alerta ao investidor a respeito da existência de responsabilidade ilimitada sobre o investimento no fundo: (i) denominação do fundo deverá conter o sufixo “Responsabilidade Ilimitada” (conforme redação proposta no art. 5º, §3º da Resolução); e (ii) criação do “Termo de Ciência e Assunção de Responsabilidade Ilimitada” (conforme redação proposta no art. 20, §2º da Resolução).

A. COMENTÁRIO STOCHE FORBES

Apesar de reconhecer que o correto *disclosure* para o investidor sobre o regime de responsabilidade dos cotistas de cada fundo é medida necessária para a tomada refletida de sua decisão de investimento e manutenção da confiabilidade do mercado, entendemos que as soluções propostas pela CVM se mostram redundantes e impõem custos regulatórios desnecessários aos participantes de mercado e aos próprios investidores.

Isso porque o regime de responsabilidade dos cotistas de fundos de investimentos previamente à promulgação da LLE tinha como regra, aplicável a todo e qualquer tipo de fundo de investimento, justamente a responsabilidade ilimitada, natural à forma condominial como os fundos de investimentos se organizavam.

Ao editar a LLE, com a criação do Capítulo X do Título II da Lei 10.406/02, o Código Civil, o legislador conferiu nova natureza jurídica aos fundos de investimento, declarando-os como condomínios de natureza especial, sobre os quais não se aplicam as disposições constantes dos arts. 1.314 ao 1.358-A do Código Civil, que tratam justamente das regras gerais dos condomínios (Art. 1.368-C do Código Civil²). Adicionalmente, a LLE modificou o regime de responsabilidade dos cotistas dos fundos de investimento, abrindo a possibilidade para que o regulamento do fundo preveja a limitação de responsabilidade de cada investidor ao valor de suas cotas (Art. 1.368-D, inciso I, do Código Civil³).

Portanto, a inovação trazida pela LLE foi no sentido de possibilitar a limitação de responsabilidade no regulamento, deixando a estrutura dos fundos que adotarem tal faculdade mais benéfica e menos arriscada para o investidor, e não o contrário. Assim, especificamente no que tange à responsabilidade dos cotistas, as modificações legislativas não agravam o nível de risco dos investidores com relação ao que já é assumido por eles atualmente, razão pela qual não vemos sentido na imposição de obrigações mais rígidas de *disclosure* dos que as que já são exigidas na regulamentação atual.

Tendo em vista que a indústria de fundos de investimento brasileira já se consolidou há anos como uma das mais relevantes do mundo, ocupando a 10ª posição em termos de ativos totais sob gestão e a 4ª posição em número de fundos, segundo dados da *International Investment Funds*

² “Art. 1.368-C. O fundo de investimento é uma comunhão de recursos, constituído sob a forma de condomínio de natureza especial, destinado à aplicação em ativos financeiros, bens e direitos de qualquer natureza.”

³ “Art. 1.368-D. O regulamento do fundo de investimento poderá, observado o disposto na regulamentação a que se refere o § 2º do art. 1.368-C desta Lei, estabelecer:

I - a limitação da responsabilidade de cada investidor ao valor de suas cotas; [...].”

*Association*⁴, é possível concluir que o investidor de fundos de investimentos brasileiros já está acostumado com o regime de responsabilidade ilimitada, não se fazendo necessária a imposição de tamanho ônus regulatório para informá-lo desta situação, quando ela vier a ocorrer.

Considerando que a LLE já obriga que o regulamento disponha sobre a limitação da responsabilidade, quando isso ocorrer, e que o art. 44, §1º, inciso IV da Minuta obriga a disposição em regulamento sobre a responsabilidade dos cotistas, determinando se está limitada ao valor por eles subscrito ou se é limitada⁵, a leitura do regulamento será suficiente para que o investidor tome ciência de qual é o regime de responsabilidade a que estará submetido ao subscrever cotas do fundo em questão.

Ainda, a Minuta já prevê outros meios de divulgação da informação a respeito do regime de responsabilidade aos cotistas, como a exigência de que o cotista ateste, por meio de um termo de adesão e ciência de risco, que “teve acesso ao interior teor do regulamento e tem ciência dos fatores de risco relativos à classe de cotas”⁶, termo este que deve conter a identificação dos 5 (cinco) principais fatores de risco inerentes à composição da carteira do fundo. Assim, caso o administrador e o distribuidor das cotas entendam que a ausência de estipulação de responsabilidade limitada no regulamento do fundo é um dos principais fatores de risco ao investidor, tal risco ficará devidamente destacado em termo de adesão específico e já existente para garantir a devida informação sobre temas como o regime de responsabilidade. A esse respeito, a Minuta inclusive prevê que a responsabilidade ilimitada deve necessariamente ser um dos fatores de risco identificados no termo de adesão quando a política de investimentos admitir a possibilidade de exposição a risco e capital⁷.

Por outro lado, a exigência de que o fundo apresente o sufixo “Responsabilidade Ilimitada” em sua denominação pode ter efeito adverso, possivelmente gerando desinformação aos investidores, dado que a Minuta já indica uma série de exigências de inclusão de sufixos que normalmente estão atreladas à política ou objetivo de investimento do fundo, e não ao seu regime de responsabilidade (i.e. “Investimento no Exterior”, “Curto Prazo”, “Referenciado”, “Simples”, “Dívida Externa”, “Crédito Privado”, etc...).

⁴ Com data base do quarto trimestre de 2021 e considerando apenas fundos abertos e sem considerar fundos de investimento em cotas de fundos de investimento. Estudo disponível em: https://cdn.ymaws.com/iifa.ca/resource/collection/8956AA40-A06F-4064-AF88-2CF48B82744E/IIFA_-_Worldwide_Open-End_Fund_Report_-_Q4_2020.pdf

⁵ Art. 44. O fundo de investimento é regido pelo regulamento e as classes de cotas, caso existentes, são complementarmente regidas por anexos ao seu regulamento.

§ 1º O regulamento deve, obrigatoriamente, dispor sobre: [...]

IV – responsabilidade dos cotistas, determinando se está limitada ao valor por eles subscrito ou se é ilimitada; [...]

⁶ Art. 28, incisos I e II da Minuta de Resolução.

⁷ “Art. 14. Caso a responsabilidade dos cotistas não esteja limitada ao valor por eles subscrito e a política de investimentos admita a possibilidade de exposição a risco de capital, a responsabilidade ilimitada deve necessariamente ser um dos fatores de risco identificados no termo de adesão e ciência de risco, nos termos do art. 28, § 1º, inciso III, da Resolução.”

Além disso, a exigência de criação de um novo documento a ser assinado pelos cotistas no momento da subscrição de cotas, notadamente o “Termo de Ciência e Assunção de Responsabilidade Ilimitada”, além de impor ônus regulatório adicional aos participantes de mercado – indo diametralmente contra o grande esforço iniciado pelo Projeto Estratégico de Redução de Custo de Observância Regulatória do Comitê de Governança Estratégica (CGE) da CVM –, cria uma nova dificuldade e barreira para os investidores realizarem os seus investimentos, somando-se ao conjunto de documentos já exigidos pelos intermediários e distribuidores de cotas e que, por vezes, desestimula a realização de aplicações pelo público em geral. A estratégia regulatória de imposição de um conjunto cada vez maior de documentos e informações para análise dos investidores, muitos sem qualquer relevância concreta para garantia da proteção dos mesmos, já vem se demonstrando como contraproducente, haja vista os esforços recentes, por exemplo, para simplificação de documentos exigidos das companhias abertas, como o formulário de referência.

Assim, consideramos que a manutenção das exigências já existentes na regulação sobre divulgação de fatores de risco da aplicação em fundos de investimento, aliada à exigência legal de indicação no regulamento dos casos em que for estipulada a responsabilidade limitada, já são suficientes para garantia da proteção e informação do investidor que decidir aplicar em fundos que não estipulem a responsabilidade ilimitada, cenário que já é hoje enfrentado pelos investidores em todas as aplicações que realizam em fundos de investimento inaugurados previamente à edição da LLE. Nesse sentido, a exigência de inclusão de indicação desse risco na denominação do

B. PROPOSTA DE REDAÇÃO

À luz do acima exposto, propõe-se que sejam excluídos o §3º do art. 5º da Resolução; o inciso III do §2º do art. 20 da Resolução; o §3º do art. 81 do Anexo Normativo I; e §3º do art. 61 do Anexo Normativo I; e o Suplemento A, em sua integralidade:

“Art. 5º: [...]”

~~§ 3º Caso o regulamento do fundo não limite a responsabilidade dos cotistas ao valor por eles subscrito, à sua denominação deve ser acrescido o sufixo “Responsabilidade Ilimitada”~~

“Art. 20: [...]”

§2º O administrador é obrigado a: [...]”

~~III – caso o regulamento do fundo não limite a responsabilidade dos cotistas e o fundo ou classe seja destinado ao público em geral, diligenciar para que os distribuidores de cotas~~

~~recolham junto aos investidores termo de ciência e assunção de risco próprio, relativo à responsabilidade ilimitada dos cotistas, nos termos do Suplemento A desta Resolução.”~~

~~“Art. 81 do Anexo Normativo I [...]~~

~~§ 3º Caso o regulamento não seja alterado de modo a limitar a responsabilidade dos cotistas ao valor por eles subscrito, à denominação da classe de cotas deve ser acrescentado o sufixo “Responsabilidade Ilimitada”.~~

~~“Art. 61 do Anexo Normativo II [...]~~

~~§ 3º Caso o regulamento não seja alterado de modo a limitar a responsabilidade dos cotistas ao valor por eles subscrito, à denominação da classe de cotas deve ser acrescentado o sufixo “Responsabilidade Ilimitada”.~~

~~“SUPLEMENTO A — TERMO DE CIÊNCIA E ASSUNÇÃO DE RESPONSABILIDADE ILIMITADA~~

~~Termo declaratório previsto no art. 20, § 2º, III, da Resolução [•], mediante o qual o cotista atesta que possui ciência sobre sua responsabilidade ilimitada.~~

~~{nome de fantasia do fundo e, se for o caso, da classe}~~

~~{CNPJ da classe}~~

~~Ao assinar este termo, estou confirmando que tenho ciência de que:~~

~~I — o regulamento do {denominação do fundo}, inscrito no CNPJ sob o nº {nn.nnn.nnn/0001-
nn} não limita minha responsabilidade ao valor de minhas cotas; e~~

~~II — poderei ser chamado a cobrir um eventual patrimônio líquido negativo do fundo, nos termos do regulamento.~~

~~{data e local}~~

~~_____

{nome e CPF ou CNPJ}”~~

IV. REDUÇÃO DA TAXA TOTAL DOS SERVIÇOS, DA TAXA DE ADMINISTRAÇÃO E DA TAXA DE GESTÃO INDEPENDENTEMENTE DA REALIZAÇÃO DE ASSEMBLEIA GERAL DE COTISTAS (ART. 47, INCISO III, DA RESOLUÇÃO)

Como regra geral, a deliberação acerca da alteração do regulamento do fundo de investimento é matéria de competência privativa da assembleia geral de cotistas, nos termos do art. 64, IV, da Minuta. No entanto, a Minuta estipula, em seu artigo 47, três hipóteses excepcionais nas quais o regulamento pode ser alterado independentemente da realização de assembleia geral de cotistas, sendo uma delas as modificações que envolverem “...*redução das taxas devidas aos prestadores de serviços essenciais*”.

A. COMENTÁRIO STOCHE FORBES

Em linha com o conceito de se dispensar a realização de assembleia geral de cotistas nos casos de redução das taxas de remuneração dos prestadores de serviço essenciais, ante a ausência de quaisquer ônus – concretos ou potenciais – aos cotistas decorrentes de tal alteração, propomos que tal dispensa seja aplicada também à hipótese de redução da taxa total de serviços.

Acreditamos que tal ajuste se revela coerente com a dispensa outorgada à redução da remuneração dos prestadores de serviço essenciais, já que eventual redução da taxa de administração ou da taxa de gestão de qualquer das classes de cotas resultará, automaticamente, na redução de sua respectiva taxa total de serviços.

B. PROPOSTA DE REDAÇÃO

À luz do acima exposto, propõe-se que o inciso III do artigo 47 da Minuta vigore com a seguinte redação:

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

[...]

IIII – envolver redução ~~das taxas devidas aos prestadores de serviços essenciais~~ da taxa de administração, da taxa de gestão, da taxa de performance, se aplicável, ou da taxa total de serviços de qualquer das classes.

V. MODIFICAÇÃO DO PÚBLICO-ALVO DO FUNDO (ART. 69 E ART. 72 DA RESOLUÇÃO)

Atualmente, a regulação de fundos de investimento não trata, e a Minuta proposta pelo Edital de Audiência Pública segue não tratando, da possibilidade de modificação do público-alvo do fundo para uma categoria mais restrita (*i.e.* de investidores em geral para investidores qualificados e de investidores qualificados para investidores profissionais) e do tratamento a ser dado aos cotistas desse fundo que, em razão da modificação do público-alvo, passem a não atender ao requisito de qualificação para o fundo em questão.

O tema em questão foi tratado publicamente em apenas uma oportunidade, em reunião do Colegiado realizada em 25 de janeiro de 2005, ainda durante o período de adaptação à então recém editada Instrução CVM nº 409/04, quando o Colegiado esclareceu determinadas dúvidas a respeito da interpretação das regras aplicáveis aos fundos de investimento. Um dos esclarecimentos foi no sentido de que o fundo de investimento já adaptado à Instrução CVM nº 409/04 que viessem a ser transformados no futuro em fundos para investidores qualificados não poderiam manter seus cotistas que, no momento da alteração, não atendessem aos requisitos de qualificação.

Entretanto, na ocasião não ficou claro qual seria o tratamento possível aos cotistas que passassem a não atender tal requisito.

A. COMENTÁRIO STOCHE FORBES

A partir da crise econômica mundial causada pelo coronavírus, diversos gestores de fundos de investimento brasileiro sentiram a necessidade de aumentar a exposição das carteiras geridas a ativos internacionais, a fim de aumentar a diversificação geográfica dos ativos ou buscar foco em jurisdições desenvolvidas e mais consolidadas com ativos que tivessem recuperação mais rápida ou menor impacto diante das incertezas geradas pela crise. Conseqüentemente, esses gestores perceberam que, a depender da composição e características principais de seus fundos, a melhor solução seria realizar uma mudança de público alvo do fundo para investidores qualificados, a fim de permitir o uso de determinadas dispensas regulatórias, em especial relacionadas a limites de exposição no exterior, para maximizar os ganhos ou reduzir os riscos das carteiras de fundos de investimento que já contassem com uma base de cotistas compostas majoritariamente por investidores qualificados.

Apesar de ter reascendido em um momento de crise, a opção pela mudança do público alvo pode se dar em diferentes oportunidades e por diferentes motivos durante a vida de um fundo de investimento, razão pela qual entendemos que a Resolução deve deixar mais claro o procedimento a ser seguido nesses casos, a fim de garantir segurança jurídica aos participantes no momento de tomada de uma deliberação dessa importância.

Os métodos mais comuns para operacionalizar a saída de cotistas que não atendam o novo público-alvo desejado, seja por meio da mudança de público-alvo para investidores qualificados, seja para profissionais, são (i) resgate compulsório das cotas dos investidores que deixarem de atender o público-alvo, no caso de fundos abertos; e (ii) cisão parcial do fundo, caso tal operação seja viável e garanta a continuidade das duas carteiras quando cindidas.

Naturalmente, ambos os procedimentos dependeriam da aprovação dos cotistas em assembleia e garantia da comutatividade e correta precificação dos ativos no momento de sua realização, impedindo a transferência indevida de riquezas entre os grupos de investidores que seriam separados e aqueles que permaneceriam no fundo.

B. PROPOSTA DE REDAÇÃO

À luz do acima exposto, propõe-se a criação de um parágrafo único nos arts. 69 e 72 do Anexo Normativo I, passando a vigorar com a seguinte redação:

“Art. 69. Pode ser constituído fundo de investimento com classe de cotas destinada exclusivamente a investidores qualificados.

§1º. É permitida a modificação do público-alvo do fundo ou de classe de cotas do fundo originalmente destinada ao público em geral para investidores qualificados, desde que tal modificação seja aprovada em assembleia geral ou especial de cotistas, conforme o caso.

§2º. Caso a mudança de que trata o § 1º resulte na existência de cotistas que, no momento da deliberação, deixem de atender os requisitos de qualificação do novo público-alvo do fundo, os cotistas devem deliberar sobre a adoção de um dos seguintes procedimentos:

I – cisão parcial do fundo ou da classe, na forma do art. 102 da Resolução e seguintes; ou

II – no caso de fundo aberto, resgate compulsório de cotas dos cotistas que não atenderem ao critério de qualificação do novo público-alvo do fundo, na forma do parágrafo único do art. 40 da Resolução.

§3º. Na hipótese mencionada no inciso II do §2º acima, o administrador do fundo deverá respeitar os requisitos de equanimidade e proporcionalidade previstos no parágrafo único do art. 40 da Resolução entre os cotistas de mesma classificação no que tange à sua qualificação, procedendo ao resgate apenas dos cotistas que não atenderem o novo público-alvo do fundo deliberado em assembleia.

“Art. 72. Pode ser constituído fundo de investimento com classe de cotas destinada exclusivamente a investidores profissionais.

§1º. É permitida a modificação do público-alvo do fundo ou de classe de cotas do fundo originalmente destinada ao público em geral ou investidores qualificados para investidores profissionais, desde que tal modificação seja aprovada em assembleia geral ou especial de cotistas, conforme o caso.

§2º. Caso a mudança de que trata o § 1º resulte na existência de cotistas que, no momento da deliberação, deixem de atender os requisitos de qualificação do novo público-alvo do fundo, os cotistas devem deliberar sobre a adoção de um dos seguintes procedimentos:

I – cisão parcial do fundo ou da classe, na forma do art. 102 da Resolução e seguintes; ou

II – no caso de fundo aberto, resgate compulsório de cotas dos cotistas que não atenderem ao critério de qualificação do novo público-alvo do fundo, na forma do parágrafo único do art. 40 da Resolução.

§3º. Na hipótese mencionada no inciso II do §2º acima, o administrador do fundo deverá respeitar os requisitos de equanimidade e proporcionalidade previstos no parágrafo único do art. 40 da Resolução entre os cotistas de mesma classificação no que tange à sua qualificação, procedendo ao resgate apenas dos cotistas que não atenderem o novo público-alvo do fundo deliberado em assembleia.

VI. SOLIDARIEDADE DOS PRESTADORES DE SERVIÇO (ART. 76, §§ 2º E 6º, DA RESOLUÇÃO; ART. 80, §5º, INCISO I, DA RESOLUÇÃO; E ART. 38, §3º, DO ANEXO NORMATIVO II)

Ao regulamentar uma das maiores inovações trazidas pela LLE, a possibilidade de limitação de responsabilidade dos prestadores de serviço do fundo de investimento, o Edital de Audiência Pública optou por sugerir a manutenção da solidariedade entre os prestadores de serviço em 4 (quatro) hipóteses, quais sejam:

- (i) caso o serviço seja prestado para classe de cotas destinada ao público em geral (Resolução, art. 76, § 2º);
- (ii) contratação, pelo administrador, de serviços de tesouraria, controle e processamento de ativos (Resolução, art. 79, § 6º);
- (iii) contratação, pelo gestor, do serviço de cogestão da carteira de ativos (Resolução, art. 80, § 5º, I, “b”); e

- (iv) contratação, pelo gestor, do serviço de consultoria especializada para FIDC (Anexo Normativo II, art. 38, § 3º).

Conforme esclarecido no Edital de Audiência Pública, a CVM considerou que com relação ao item (i), a manutenção da solidariedade, ao menos em um primeiro momento, seria recomendável com vistas à maior proteção dos investidores de varejo. Já com relação aos itens (ii) a (iv), considerou-se que estar-se-ia tratando de atividades-núcleo dos prestadores de serviços essenciais, as quais demandariam atenção e cautela redobrada, pelo administrador ou pelo gestor na escolha e fiscalização dos contratados.

A. COMENTÁRIO STOCHE FORBES

Não obstante compreendermos as preocupações e motivações que levaram a CVM a sugerir a manutenção da solidariedade dos prestadores de serviços nas hipóteses específicas indicadas acima, entendemos que a estratégia regulatória adotada vai de encontro aos princípios e motivações que levaram à edição da LLE e ultrapassam o mandato conferido pelo legislador para a regulamentação da CVM.

Dispõe o art. 1.368-D do Código Civil que o regulamento do fundo de investimento poderá, observado o disposto na regulamentação da CVM, estabelecer a limitação de responsabilidade, bem como os parâmetros para sua aferição, dos prestadores de serviços do fundo de investimento, perante o condomínio e entre si, ao cumprimento dos deveres particulares de cada um, sem solidariedade⁸.

Esse dispositivo, se interpretado sistematicamente com o restante da LLE, deixa claro o seu objetivo de alinhamento com os princípios da liberdade como garantia do exercício de atividades econômicas e intervenção subsidiária e excepcional do Estado sobre o exercício de atividades econômicas (consagrados no art. 2º, incisos II e IV, da LLE). A partir da edição da LLE prevalecem também a interpretação, em favor da liberdade econômica, da boa-fé e do respeito aos contratos, investimentos e propriedade, todas as normas de ordenação pública sobre atividades econômicas privadas (Art. 1º, §2º, da LLE), como a Minuta que se encontra em discussão. Por fim, especificamente com relação às relações contratuais privadas, a LLE incorporou ao Código Civil dispositivos que garantem a intervenção mínima e excepcionalidade da revisão contratual (art. 421 do Código Civil), entre outros dispositivos que garantem a liberdade contratual privada.

⁸ “Art. 1.368-D. O regulamento do fundo de investimento poderá, observado o disposto na regulamentação a que se refere o § 2º do art. 1.368-C desta Lei, estabelecer: [...]”

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

Portanto, entendemos que a correta interpretação da LLE, que está mais alinhada ao sistema e princípios sobre os quais tal diploma legal foi editado, é no sentido de que o art. 1.368-D do Código Civil garante a liberdade para os participantes de mercado estabelecerem a limitação de responsabilidade dos prestadores de serviço, sem solidariedade, em qualquer hipótese, cabendo à regulamentação da CVM apenas definir as balizas e salvaguardas em que essa faculdade poderá ser exercida considerando o risco e consequências de cada situação específica.

Assim, exigência de estipulação de cláusula de solidariedade entre prestadores de serviço, ainda que nas limitadas hipóteses previstas no Edital de Audiência Pública, nos parece como uma solução que extrapola os limites do poder regulamentar conferido à CVM pela LLE.

Adicionalmente, entendemos necessário tecer ainda algumas considerações a respeito da efetividade desse tipo de disposição no sentido de garantir segurança adicional aos investidores. Historicamente, a exigência de que os administradores fiduciários realizassem a contratação de prestadores de serviço para o fundo com estipulação de cláusula contratual de solidariedade tem como fundamento uma presunção de que, no caso de eventuais demandas reparatórias, o administrador teria uma condição financeira melhor do que os outros prestadores de serviço para ressarcir os investidores e, posteriormente, exercer seu direito de regresso com tais prestadores, conforme o caso (situação comumente referida no jargão do mercado como *deep pocket*).

Ocorre que a exigência de estipulação de responsabilidade solidária acaba fazendo com que tais prestadores de serviço aumentem substancialmente os custos cobrados para assumir tamanho risco ou até deixem de atuar em determinados segmentos de mercado ou em fundos com determinadas características. Nenhum dos cenários é benéfico para os investidores, que se veem obrigados a arcar com taxas de administração em geral mais altas ou restritos a um pequeno conjunto concentrado de grandes instituições financeiras dispostas a arcar com o risco do serviço em questão, gerando falta de competitividade.

Estabelecer a exigência de responsabilidade solidária para a contratação de determinadas atividades por prestadores de serviço essenciais apenas em classes de cotas destinadas ao público em geral pode, portanto, criar a desigual e não desejável situação na qual prestadores de serviço essenciais optem por estabelecer maiores taxas de administração e gestão, ou até deixem de prestar serviço, para fundos de determinada classificação simplesmente por serem destinados ao público em geral.

Por essa razão, entendemos que as situações mais sensíveis ou com delegação de atividades-núcleo dos prestadores de serviço, conforme lista indicada no Edital de Audiência Pública, devem ser naturalmente tratadas à luz dos deveres fiduciários e obrigações de cada prestador de serviço com

relação ao fundo – já estipulados em todas as regras específicas desta D. CVM que regulam tais atividades, quando aplicáveis – e contratualmente determinadas no regulamento do fundo, conforme estrutura pretendida pela LLE.

B. PROPOSTA DE REDAÇÃO

À luz do acima exposto, propõe-se a exclusão do art. 76, § 2º da Resolução; do art. 79, § 6º da Resolução; do 80, § 5º, inciso I, alínea “b”, da Resolução; e do art. 38, § 3º, do Anexo Normativo II:

“Art. 76 [...]

~~*§ 2º Caso o serviço seja prestado em benefício de classe de cotas destinada ao público em geral, o contrato de prestação de serviços deve conter cláusula que estipule a responsabilidade solidária entre o prestador de serviço essencial e o terceiro por ele contratado, por eventuais prejuízos causados aos cotistas em virtude de condutas contrárias à lei, ao regulamento ou aos atos normativos expedidos pela CVM.”*~~

Art. 79. [...]

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

I – atividades de tesouraria, de controle e processamento dos ativos; [...]

~~*§ 6º No caso dos serviços previstos no inciso I do § 1º, o contrato deve conter cláusula que estipule a responsabilidade solidária entre o prestador de serviço essencial e esse terceiro por ele contratado, por eventuais prejuízos causados aos cotistas em virtude de condutas contrárias à lei, ao regulamento ou aos atos normativos expedidos pela CVM.”*~~

Art. 80. [...]

§ 5º Nos casos de contratação de cogestor, as seguintes condições devem ser respeitadas:

I – o contrato celebrado nos termos inciso III do caput deve definir claramente as atribuições de gestor, o que inclui o mercado específico de atuação de cada gestor; e b) assegurar responsabilidade solidária do gestor por eventuais prejuízos causados aos

~~cotistas em virtude de condutas do cogestor contrárias à lei, ao regulamento ou aos atos normativos expedidos pela CVM; e [...]~~

~~“Art. 38: [do Anexo Normativo II] [...]”~~

~~§ 3º No caso do serviço previsto no inciso II do caput, o contrato deve conter cláusula que estipule a responsabilidade solidária entre o prestador de serviço essencial e esse terceiro por ele contratado, por eventuais prejuízos causados aos cotistas em virtude de condutas contrárias à lei, ao regulamento ou aos atos normativos expedidos pela CVM.”~~

VII. PROIBIÇÃO DE PAGAMENTO DE REBATE EM FUNDO ESPELHO (ART. 91, §3º, DA RESOLUÇÃO)

Ao endereçar a vedação para o gestor e consultor do fundo de investimento receberem qualquer remuneração, benefício ou vantagem que potencialmente prejudique a sua independência na tomada de decisão de investimento – o chamado pagamento de “rebate” – a Minuta da Resolução limitou as hipóteses em que tal vedação seria excepcionada.

Atualmente, a Instrução CVM nº 555/14 dispõe, em seu art. 92, §3º, que a proibição de pagamento de rebate não incide sobre investimentos realizados por (i) fundos de investimento em cotas de fundo de investimento que invistam mais de 95% de seu patrimônio em um único fundo de investimento (“Fundos Espelho”); e (ii) fundos de investimento exclusivamente destinados a investidores profissionais, desde que a totalidade dos cotistas assine o termo de ciência. Na Minuta de Resolução proposta pelo Edital de Audiência Pública, apenas a segunda exceção foi contemplada, no §3º do art. 92, deixando de fora a liberação para Fundos Espelho.

A. COMENTÁRIO STOCHE FORBES

Conforme reconhecido pela CVM por ocasião da audiência pública que resultou na edição da Instrução CVM nº 555/14, a hipótese de pagamento de rebate em Fundos Espelho que invistam mais de 95% em um único fundo neutraliza qualquer situação de conflito de interesses por se tratar de uma distribuição “aberta”, em que o fundo distribuído é claramente visualizado pelos cotistas e o pagamento de rebate não impacta em nada a forma de alocação dos ativos já definidas no objetivo do fundo⁹.

⁹ Durante o relatório do Edital da Audiência Pública SDM nº 04/2014, que resultou na edição da Instrução CVM nº 555/14, a CVM assim se manifestou a respeito do tema: “No atual estágio da indústria de fundos do Brasil, a CVM entende que o conflito só se neutraliza na situação em que determinado fundo invista mais de 95% em um único fundo (fundo-espelho), pois neste caso trata-se de estrutura de distribuição “aberta”, em que o fundo distribuído é claramente visualizado”. Disponível em: http://conteudo.cvm.gov.br/audiencias_publicas/ap_sdm/2014/sdm0414.html

Não obstante ter reconhecido essa neutralização do conflito no passado, a proposta atual de exclusão da permissão de pagamento de rebate para Fundos Espelho parece advir de uma preocupação da CVM com a forma como esse potencial conflito de interesses é divulgada, ou não divulgada, aos cotistas pelos gestores e administradores dos Fundos Espelho. Por vezes, a ausência de conhecimento dos cotistas sobre o pagamento desse incentivo parece ser entendida pela CVM como prejudicial para a tomada de decisão informada do investidor.

Ocorre que a permissão de pagamento de rebate no caso de fundo espelho é o que estimula, atualmente, a disponibilização de uma série de fundos em plataformas abertas de distribuição, com, por exemplo, a redução de valores mínimos de integralização para investidores de varejo interessados em adquirir, indiretamente, cotas de fundos de investimento que não teriam acesso se não pela estrutura de fundos espelho. A eliminação da possibilidade de pagamento de rebate nessas situações eliminaria também o incentivo de plataformas abertas na estruturação de produtos com essas características, potencialmente restringindo investidores de menor porte ao acesso a determinadas estratégias.

Neste sentido, o tratamento ideal para essa indesejada situação de desinformação não nos parece ser a proibição de pagamento de rebate ao gestor do Fundo Espelho, mas eventual estipulação de obrigação desse prestador de serviço dar o devido *disclosure* dessa informação nos documentos do Fundo Espelho e no seu material de divulgação. A partir dessa solução, será assegurado, de um lado, a manutenção de uma já consagrada estrutura de mercado que se utiliza do rebate em Fundo Espelho para a organização comercial de diferentes estratégias de investimento e, de outro, a obrigação de prestação da informação completa sobre o rebate recebido pelo gestor do Fundo Espelho aos investidores, para que tomem uma decisão de investimento informada.

Nesse sentido, sugere-se o retorno da possibilidade de pagamento de rebate em Fundo Espelho, com a inclusão da obrigação de *disclosure* dessa informação nos documentos e material de divulgação do Fundo Espelho.

B. PROPOSTA DE REDAÇÃO

À luz do acima exposto, propõe-se que o art. 91, § 3º da Resolução passe a vigorar com a seguinte redação:

“Art. 91 [...]

§ 3º A vedação de que trata o § 2º não incide sobre investimentos realizados por:

I – fundo de investimento ou classe de cotas de fundo de investimento em fundo de investimento que invista mais de 95% (noventa e cinco por cento) de seu patrimônio em um único fundo de investimento, desde que a remuneração, benefício ou vantagem em questão seja devidamente detalhada e informada aos cotistas na lâmina e no material de divulgação do fundo, se houver; ou

II – classe de cotas exclusivamente destinadas a investidores profissionais, desde que a totalidade dos cotistas assine termo de ciência, nos termos do Suplemento B.

VIII. LIMITAÇÃO DA RESPONSABILIDADE DO COTISTA AO VALOR DE SUAS COTAS EM FUNDOS EXCLUSIVOS (ART. 98, PARÁGRAFO ÚNICO, DA RESOLUÇÃO)

Outra importante alteração à disciplina dos fundos de investimento trazida pela LLE diz respeito à possibilidade de limitação da responsabilidade de cada investidor ao valor de suas cotas. Nesse sentido, a LLE determinou que “o regulamento do fundo de investimento poderá, observado o disposto na regulamentação a que se refere o §2º do art. 1.368-C desta Lei, estabelecer: I – a limitação da responsabilidade de cada investidor de suas cotas;”.

Motivada por preocupação da CVM quanto ao dano que pode ser causado pela limitação de responsabilidade à imagem e ao funcionamento eficiente da indústria dos fundos de investimento, a Minuta impôs, ao tratar da matéria, uma regra restritiva adicional à que havia sido prevista na LLE, determinando que “O regulamento não pode limitar a responsabilidade de cotista de fundo exclusivo” (artigo 98, parágrafo único).

A. COMENTÁRIO STOCHE FORBES

Embora possua competência para disciplinar disposições da LLE, a CVM, na qualidade de órgão regulador, não deve criar regulamentação que vá de encontro e se mostre incompatível com os dispositivos e os princípios sob os quais referida lei foi concebida e elaborada¹⁰, sobretudo em se tratando de normas que criem restrições à autonomia da vontade e à liberdade de contratar que não tenham sido originalmente previstas pela lei. O próprio edital de audiência pública reconheceu, nessa mesma esteira, que “...o presente projeto normativo tem como meta elaborar uma proposta

¹⁰ Instituída sob a denominação oficial de “Declaração de Direitos de Liberdade Econômica”, a LLE foi editada sob o princípio central de respeito e valorização da autonomia das partes, da livre iniciativa e da liberdade de contratar. Não por outro motivo, o §2º do art. 1º da determina que “interpretam-se em favor da liberdade econômica, da boa-fé e do respeito aos contratos, aos investimentos e à propriedade todas as normas de ordenação pública sobre atividades econômicas privadas”. No mesmo sentido, o art. 2º da LLE indica como princípios que norteiam o disposto na lei, dentre outros, “a liberdade como uma garantia no exercício de atividades econômicas” e “a intervenção subsidiária e excepcional do Estado sobre o exercício de atividades econômicas”.

de regulamentação para os fundos de investimento que seja aderente à filosofia e aos ditames da LLE...”.

Tratando especificamente do dispositivo em comento, nota-se que a LLE previu a possibilidade de limitação de responsabilidade para todos os fundos de investimento, sem sinalizar qualquer tipo de distinção ou de possíveis exceções, não sendo cabível a criação de restrições adicionais a essa regra por parte da regulamentação.

Apesar de legítima a preocupação indicada no Edital de Audiência Pública quanto à imagem e ao bom funcionamento da indústria dos fundos de investimento, é fundamental ressaltar que essa mesma regra protetiva que se busca instituir na Minuta já foi aplicada no passado, em relação a outros veículos de investimento, e não se mostrou adequada ou eficiente para alcançar a proteção almejada pelo legislador. Um exemplo próximo e direto dessas experiências são as sociedades empresárias limitadas, que por muitos anos funcionaram sob a exigência da pluralidade de sócios e tiveram suas regras alteradas pela própria LLE para permitir a constituição e o funcionamento de sociedades limitadas com sócio único (as chamadas sociedades limitadas unipessoais). Com efeito, a exposição de motivos da medida provisória que precedeu a LLE motivou a mudança a partir do reconhecimento da ineficiência da restrição anterior e da necessidade de modernização da legislação, mencionando que “ (...) seguindo a tendência a tendência mundial que se consolidou há décadas, regulariza-se, finalmente, a sociedade limitada unipessoal, de maneira a encerrarmos a prática que se multiplicou exponencialmente em que um sócio é chamado tão somente para preencher a necessidade de pluralidade, sem real cota significativa no negócio. Outros países, incluindo a República Federal da Alemanha, a República Popular da China e os Estados Unidos da América, também possuem modalidade idêntica de sociedade (ou companhia) limitada unipessoal.”.

Considerando que a própria LLE alterou a regra que exigia a pluralidade de sócios e evoluiu para permitir a existência de uma sociedade limitada unipessoal, não seria coerente, à luz da filosofia e dos princípios da lei, que as regras aplicáveis aos fundos de investimento fossem instituídas no sentido oposto e em retrocesso à aludida proposta de modernização do arcabouço regulatório.

Ademais, sob o ponto de vista prático, também é importante mencionar que diversos participantes de mercado e investidores institucionais, a exemplo de fundos de pensão, regimes próprios de previdência social e investidores não residentes, utilizam-se de estruturas de fundos exclusivos para concentrar e gerir seus recursos e podem ter sua gestão patrimonial prejudicada por eventual confirmação da limitação proposta pela minuta.

B. PROPOSTA DE REDAÇÃO

À luz dos fundamentos acima dispostos, sugerimos a exclusão do parágrafo único do art. 98 da Minuta:

“Art. 98. [...]”

~~“Parágrafo único. O regulamento não pode limitar a responsabilidade de cotista de fundo exclusivo.”~~

IX. DESNECESSIDADE DE DECLARAÇÃO DE INSOLVÊNCIA DO FUNDO NO CASO DE PATRIMÔNIO LÍQUIDO NEGATIVO DE APENAS UMA CLASSE (ART. 105, §1º, INCISO IV, E §2º DA RESOLUÇÃO)

O Edital e a Minuta pressupõem que, considerando a possibilidade de o Poder Judiciário não considerar a separação do patrimônio entre as classes e se utilizar do patrimônio de outras classes do Fundo para arcar com obrigações de determinada classe insolvente, a aprovação de pedido de declaração judicial de insolvência por parte dos cotistas de uma classe de cotas deveria ser ratificada em assembleia geral de cotistas do fundo (conforme dispositivo incluído no §2º do art. 105 da Resolução).

O dispositivo se fia na redação do §2º do art. 1.368-E do Código Civil, introduzido pela LLE, que prevê que a “insolvência pode ser requerida judicialmente por credores, por deliberação própria dos cotistas do fundo de investimento, nos termos de seu regulamento, ou pela Comissão de Valores Mobiliários”. Portanto, a CVM interpretou que, considerando que a lei trata a insolvência se referindo ao fundo de investimento como um todo, e não a suas classes individualmente, o pedido de declaração judicial de insolvência apenas poderia ser aprovado em assembleia geral de cotistas do fundo, e não em assembleia especial de cada classe.

Segundo o Edital de Audiência Pública, apesar de a LLE ter estabelecido a possibilidade de que cada classe de cotas corresponda a um patrimônio segregado, de modo que o patrimônio líquido de cada uma das classes não deveria repercutir diretamente para as demais classes, o fato de o fundo, conforme previsto na LLE, ser o objeto da declaração de insolvência aumentaria a possibilidade de o Poder Judiciário, ao analisar um caso concreto, considerar que a declaração de insolvência derivada de uma única classe deveria impactar o patrimônio relativo a outras classes do fundo.

A. COMENTÁRIO STOCHE FORBES

Apesar de compreendermos as preocupações e razões que levam a CVM a considerar que o pedido de declaração de insolvência de uma determinada classe deve ser ratificado em assembleia

geral de cotistas do fundo, entendemos que essa solução não é a que melhor se coaduna com uma interpretação teleológica e sistemática do contexto de edição da LLE.

Ao inaugurar a possibilidade de o regulamento de um fundo de investimento estabelecer classes de cotas com patrimônios segregados entre si (art. 1.368-D, inciso III, do Código Civil), com expressa previsão de que o patrimônio segregado de cada classe “só responderá por obrigações vinculadas à respectiva classe, nos termos do regulamento”, o legislador buscou criar uma separação clara e evidente entre as obrigações de cada classe constituída por meio de patrimônio separado, garantindo a segurança aos cotistas de que eles apenas responderiam, no limite de seu investimento (em caso de adoção de responsabilidade limitada), ao que estivesse relacionado exclusivamente à sua classe dentro do fundo.

A interpretação de que o art. 1.368-E, §1º e §2º, do Código Civil, ao se referir ao “fundo de investimento” de maneira geral, estaria obrigando que qualquer pedido de declaração de insolvência aproveitasse não apenas a classe insolvente, mas a todas as classes do fundo de investimento em questão tonaria completamente inócuo e sem efetividade o grande avanço trazido pela LLE de segregação patrimonial entre as classes. Isso porque é exatamente nas situações de insolvência e de patrimônio líquido negativo que os institutos que garantem algum tipo de segregação patrimonial mais devem ser aplicados e garantidos, a fim de que o mercado e os seus investidores tenham segurança jurídica suficiente para aplicar seus recursos em classes determinadas de um fundo de investimento sem se preocupar com a saúde financeira de outros patrimônios separados do mesmo veículo.

A interpretação esposada pela Minuta leva à terrível situação em que um investidor de fundo multiclasse com patrimônio separado, sabedor da regra que impõe a ratificação do pedido de declaração de insolvência de uma determinada classe por todo o fundo, tenha que avaliar não apenas a situação financeira da classe específica em que pretende aportar seus recursos, mas de todas as classes e patrimônios separados que compõem aquele veículo, considerando o risco de que o patrimônio líquido negativo de outra classe venha a impactar os seus investimentos.

Outros cenários possíveis levariam a, por exemplo, um estímulo aos cotistas reunidos em assembleia geral não ratificarem o pedido de declaração de insolvência de uma classe claramente insolvente, com o receio de que essa declaração leve à chamada de recursos de outras classes para fazer frente às obrigações do patrimônio separado em questão. Assim, cotistas de uma classe insolvente ficariam impossibilitados de solicitar a sua declaração de insolvência em razão da ausência de ratificação da assembleia geral do fundo como um todo, prejudicando exclusivamente a classe insolvente.

Esse cenário não apenas restringe a maioria dos benefícios de se estabelecer patrimônios separados como, provavelmente, estimula interpretações do Poder Judiciário que sejam contrárias ao espírito e intenções da LLE.

O risco de que a falta de tecnicidade e especialização de determinados foros judiciais no Brasil sobre assuntos afeitos ao mercado de capitais acabe levando a interpretações prejudiciais aos investidores e à segurança jurídica do mercado é, certamente, um ponto de preocupação que é alertado na grande maioria dos produtos financeiros distribuídos publicamente no Brasil. O risco de que, especificamente com relação à desconsideração do patrimônio segregado entre classes de cotas de fundos de investimento, uma decisão judicial considere o patrimônio de outras classes responsáveis pelas obrigações de uma classe específica insolvente existe e não pode ser ignorado.

Entretanto, entendemos que o tratamento para esse risco não deve se dar com o abandono de grande parte das inovações trazidas pela LLE e a exigência de aprovação de todos os cotistas para pedido de declaração de insolvência de uma classe, mas com a edição de regulamentações claras e consistentes que evitem lacunas ou brechas para interpretações que sejam inconsistentes com o espírito da nova legislação em vigor. Além disso, faz-se ainda mais importante a educação e especialização dos magistrados brasileiros em temas relacionados ao mercado de capitais, esforço no qual, é preciso reconhecer, a CVM vem desempenhando importante papel junto às escolas de magistratura e associações de magistrados.

Portanto, entendemos que ao invés de exigir ratificação da deliberação de pedido de declaração de insolvência de uma determinada classe, constituída como patrimônio separado, pela assembleia geral de cotistas, a regulação deve apenas exigir que essa deliberação seja comunicada a todos os demais cotistas do fundo de investimento por meio de fato relevante, para que tomem ciência da informação e avaliem o risco do cenário de insolvência daquela classe impactar, de alguma forma, o investimento realizado nas demais classes. Ficaria a cargo do administrador e dos próprios cotistas das demais classes, portanto, avaliar a conveniência e oportunidade de tomar determinada medida para solução da situação de insolvência da classe em questão ou deixar que a mesma seja resolvida conforme ritos ordinários da insolvência, com os ônus e bônus de tal decisão.

B. PROPOSTA DE REDAÇÃO

À luz do acima exposto, propõe-se que o inciso V do art. 64 da Minuta seja excluído e que o §2º do art. 105 da Minuta seja alterado, passando a vigorar com a seguinte redação:

“Art. 64. Compete privativamente à assembleia geral de cotistas deliberar sobre:
[...]

~~V—o pedido de declaração judicial de insolvência do fundo.”~~

“Art. 105. [...]

§ 2º Caso seja tomada em sede de assembleia especial de cotistas de classe de cotas com patrimônio separado, a deliberação a que se refere o inciso IV do § 1º não acarretará em qualquer impacto sobre as demais classes de cotas do fundo de investimento em questão, as quais não poderão ser chamadas a responder pelas obrigações da classe objeto da declaração judicial de insolvência, salvo em caso de deliberação em contrário ~~deve ser ratificada~~ pela assembleia geral de cotistas, ~~a ser imediatamente convocada pelo administrador.~~”

X. INCLUSÃO DOS CRÉDITOS DE CARBONO NA DEFINIÇÃO DE ATIVO FINANCEIRO (ART. 2º DO ANEXO NORMATIVO I)

O art. 2º do novo Anexo Normativo I contém a definição de ativos financeiros, apresentando lista exaustiva dos ativos que podem ser mantidos na carteira dos agora chamados fundos de investimento financeiros, que basicamente replica a definição já disposta na Instrução CVM nº 555/14.

A. COMENTÁRIO STOCHE FORBES

Sugerimos que créditos de carbono, assim considerados os certificados de redução ou remoção de emissões de gases de efeito estufa e as permissões de emissão de gases de efeito estufa, sejam explicitamente incluídos no rol de ativos financeiros aptos a integrar a carteira de um fundo de investimento.

Apesar de a lista de ativos financeiros englobar ao menos uma definição mais ampla e genérica, que abarca os “warrants, contratos mercantis de compra e venda de produtos, mercadorias ou serviços para entrega ou prestação futura, títulos ou certificados representativos desses contratos e quaisquer outros créditos, títulos, contratos e modalidades operacionais, desde que expressamente previstos no regulamento”, entendemos que uma nova classe de ativos merece um tratamento específico e exposto na norma, a fim de conferir a segurança jurídica necessária para sua aquisição por fundos de investimento constituídos no Brasil.

A intenção, portanto, é abarcar tanto os certificados de redução ou remoção de emissões de gases de efeito estufa oriundos de mercados voluntários ou regulados, como também as permissões de emissão de carbono oriundas de sistemas de comércio de emissão (SCE) ou outros tipos de mercados regulados, no Brasil ou no exterior.

Seguindo um esforço mundial, o Brasil tem empreendido esforços para reduzir suas emissões de gases de efeito estufa (GEE), com a implementação da Política Nacional de Mudança do Clima e ratificação da sua Contribuições Nacionalmente Determinada (NDC) junto ao Acordo de Paris da ONU, por meio da qual se propõe a limitar suas emissões de gases de efeito estufa. Recentemente, a *Partnership for Market Readiness* (PMR), iniciativa internacional capitaneada pelo Banco Mundial, desenvolveu um projeto (Projeto PMR Brasil) co-coordenado junto ao Ministério da Economia visando apoiar o processo de tomada de decisão acerca da conveniência de adoção de instrumentos de precificação de carbono como parte das políticas de mitigação de emissões de GEEs brasileiras, cujo relatório síntese foi publicado em 16 de dezembro de 2020¹¹.

Os instrumentos de precificação de carbono ao redor do mundo são mecanismos para gestão desse orçamento de carbono dos governos no cumprimento de suas obrigações internacionais de limitação de suas emissões de GEE. Um dos modelos de precificação de carbono é justamente a criação de Sistemas de Comércio de Emissões (SCE) nacionais ou regionais, que normalmente funcionam sob o racional de *cap-and-trade*. Segundo o modelo de SCE, é definida uma quantidade máxima de emissões agregadas para um setor regulado e são emitidas permissões de emissão de GEE equivalentes a essa cota máxima. Tais permissões são distribuídas gratuitamente ou via leilões e podem ser transacionadas entre os agentes para que conciliem suas emissões, incentivando a redução de emissões dos agentes regulados para que tenham excedentes de permissão para comercializar com aqueles que não consigam ter a mesma eficiência. Assim, garante-se a limitação das emissões (quantidade) e o preço pelas licenças é definido pelo mercado.

Diversos países e regiões já adotam o modelo de SCE com sucesso, tais como (i) California Cap-and-Trade Program e o Regional Greenhouse Gas Initiative (RGGI), nos Estados Unidos; e (ii) o European Union Emissions Trading System, na União Europeia¹².

Muitos desses mercados permitem que qualquer tipo de agente, inclusive os não obrigados a partir das metas de redução de emissões, participem da negociação secundária, participando do processo de formação de preço das licenças de emissão negociadas nos SCE e auferindo rentabilidades financeiras a partir da compra de licenças de agentes “poupadores” e venda para agentes poluentes. A participação do mercado financeiro mundial nesse tipo de ativo vem ganhando cada vez mais relevância, com contratos de futuro dos créditos de carbono negociados em mercados organizados como a Intercontinental Exchange¹³ e a European Energy Exchange¹⁴.

¹¹ Disponível em: <https://www.gov.br/produtividade-e-comercio-externo/pt-br/assuntos/competitividade-industrial/pmr/relatorio-sintese-pmr.pdf/view>

¹² Fonte: International Carbon Action Partnership. Disponível em: <https://icapcarbonaction.com/en/ets-map>

¹³ Disponível em: <https://www.theice.com/products/53169042/California-Carbon-Allowance-Vintage-2020-Future>

¹⁴ Disponível em: <https://www.eex.com/en/>.

As conclusões alcançadas pelo Projeto PMR Brasil dão conta de que seria viável e conveniente que o nosso país tivesse um instrumento de precificação de carbono como parte de sua política climática no período pós-2020, sendo o modelo de SCE avaliado como o mais desejável na visão dos organizadores do projeto. Em sendo estruturado um mercado deste no Brasil, há possibilidade inclusive de conexão dele com os mercados de outras jurisdições, com fungibilidade das permissões para transferências mútuas e utilização em ambos mercados.

Nesse sentido, entendemos que (i) considerando a louvável iniciativa da CVM em facilitar as formas de investimento dos fundos regulados brasileiros em ativos financeiros no exterior; e (ii) o crescimento exponencial que os mercados de SCE ao redor do mundo vêm experimentando, inclusive com possibilidade de criação de um mercado brasileiro e de conexão entre tais mercados jurisdicionais, essa classe de ativos deve passar a compor expressamente a lista de ativos financeiros elegíveis à composição de fundos de investimento brasileiros.

Naturalmente, é preciso diferenciar os SCEs considerados voluntários daqueles regulados. Enquanto os primeiros são criados por entes governamentais para estimular o atendimento das NDCs submetidas por cada país à Convenção-Quadro das Nações Unidas, no âmbito do acordo do clima negociado durante a COP 21, em dezembro de 2015¹⁵, os voluntários são criados por empresas, associações ou outros agentes privados, de forma paralela e independentemente de atuação estatal, para se unirem pela redução de emissões de GEE.

Outro aspecto importante a ser considerado quando se está falando desse tipo de ativo é a respeito da forma heterogênea em que os SCEs são estruturados por cada jurisdição. Em alguns países, a regulação sobre os sistemas de comércio parte de entes ligados aos ministérios de meio ambiente locais, como é o caso da *German Emissions Trading Authority*, ligado à *German Environment Agency*, a Agência Portuguesa do Meio Ambiente, em Portugal e a *Federal Office for the Environment*, na Suíça. Em razão das diferentes formas de início do comércio de emissões e estruturação da governança de tais ambientes, é comum que esses sistemas não exijam a prestação de serviços de custódia, escrituração ou depósito centralizado, de forma que a manutenção das condições atualmente previstas no art. 40, §2º do Anexo Normativo I da Minuta pode inviabilizar a aquisição de determinados direitos de emissão, ainda que os mesmos sejam emitidos em conformidade com a regulação local.

Nesse sentido, a proposta é pela criação de exceção da exigência de tais condições especificamente no caso dos direitos de emissão de carbono e gases de efeito estufa, sendo suficiente a verificação, pelo custodiante do fundo, do atendimento à legislação e regulamentação

¹⁵ Para mais detalhes sobre as NDCs, vide: [http://cebds.org/cop22/implementacao-da-ndc/#:~:text=As%20Contribui%C3%A7%C3%B5es%20Pretendidas%20Nacionalmente%20Determinadas,de%20efeito%20estufa%20\(GEE\).](http://cebds.org/cop22/implementacao-da-ndc/#:~:text=As%20Contribui%C3%A7%C3%B5es%20Pretendidas%20Nacionalmente%20Determinadas,de%20efeito%20estufa%20(GEE).)

do país de origem dos ativos, desde que tal jurisdição possua uma autoridade local reconhecida, conforme definido na Minuta.

A partir dessa sugestão, espera-se conferir a segurança jurídica necessária para que gestores possam selecionar licenças de emissão negociadas nesses mercados organizados no exterior e, futuramente, no mercado doméstico, para a carteira de seus fundos, oferecendo mais uma espécie de fundo ao investidor brasileiro, contribuindo para o desenvolvimento do comércio de emissões ao redor do mundo e estimulando cada vez mais a redução das emissões de GEE nos agentes regulados globais.

B. PROPOSTA DE REDAÇÃO

À luz do acima exposto, propõe-se que seja criada alínea no inciso I do art. 2º do Anexo Normativo I, passando a vigorar com a seguinte redação:

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

I – ativos financeiros:

[...]

f) os direitos de emissão de carbono e gases de efeito estufa, desde que negociados e adquiridos em sistemas de comércio de emissões regulados ou voluntários, segundo a legislação ou regulamentação de sua jurisdição de origem ou brasileira;

g) quaisquer títulos, contratos e modalidades operacionais de obrigação ou coobrigação de instituição financeira; e

h) warrants, contratos mercantis de compra e venda de produtos, mercadorias ou serviços para entrega ou prestação futura, títulos ou certificados representativos desses contratos e quaisquer outros créditos, títulos, contratos e modalidades operacionais, desde que expressamente previstos no regulamento; [...]”

“Art. 40. [...]

§ 2º Os ativos financeiros no exterior devem observar, ao menos, uma das seguintes condições:

I – ser registrados em sistema de registro, objeto de escrituração de ativos, objeto de custódia ou objeto de depósito central, em todos os casos, por instituições devidamente

autorizados em seus países de origem e supervisionados por autoridade local reconhecida; ou

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

§5º Não se aplica a exigência de verificação de escrituração ou custódia do ativo disposta no §2º, inciso II acima, no caso de direitos de emissão de carbono e gases de efeito estufa negociados em sistema de comércio de emissões regulado constituído em jurisdição que possua autoridade local reconhecida e não contenha, segundo a regulação local, exigência de prestação de tais serviços.

XI. EXTENSÃO DA POSSIBILIDADE DE RECOMPRA DE COTAS PARA TODOS OS TIPOS DE FUNDOS DE INVESTIMENTO COM CLASSE FECHADA NEGOCIADOS EM MERCADO ORGANIZADO (ART. 57, §6º AO §10 DO ANEXO NORMATIVO I)

Seguindo o arcabouço regulatório dos fundos de investimento atualmente vigente, a Minuta prevê uma única hipótese de recompra de suas próprias cotas por fundo de investimento, que é o caso dos Fundos de Ações – Mercado de Acesso de classe fechada que tenha suas cotas admitidas à negociação em mercado organizado.

A esse respeito, considerando a maturidade alcançada pela indústria brasileira de fundos de investimento, a sugestão é estender a possibilidade de recompra para quaisquer fundos de investimento fechados que possuam cotas admitidas à negociação em mercado organizado.

A. COMENTÁRIO STOCHE FORBES

Desde a Audiência Pública SDM 13/2013, que precedeu à edição da Instrução CVM nº 549/14 e que alterava a Instrução CVM nº 409/04 para criar o Fundo de Investimento em Ações – Mercado de Acesso, o mercado já demandava a expansão da possibilidade de recompra de cotas para todos os fundos fechados. Apesar de ter avaliado meritório o comentário apresentado nessa primeira oportunidade, reconhecendo que todos os fundos fechados potencialmente enfrentam os mesmos desafios em relação à volatilidade do valor das cotas no mercado secundário, a CVM entendeu que referida sugestão estava fora do escopo da referida audiência pública e que guardaria o comentário para futuras discussões da Instrução CVM nº 409/04.

Durante a Audiência Pública SDM 04/2014, que precedeu a edição da Instrução CVM nº 555/14, o tema foi novamente levantado pelo Grupo de Gestores, tendo dessa vez a CVM considerado que os Fundos de Ações – Mercado de Acesso teriam características peculiares que tornariam a possibilidade de recompra necessária, não sendo a sugestão acatada naquele momento. A CVM manifestou, entretanto, não descartar a possibilidade de implementação da sugestão em futuras revisões da regra.

Considerando a expansão recente do número de fundos fechados com cotas listadas para negociação em ambiente de bolsa, em especial no segmento de fundos estruturados, como FII e FIPs (esses últimos em especial na sua classificação de FIPs de Infraestrutura), a expansão da possibilidade de recompra de cotas se torna ainda mais necessária para incentivar a estruturação de tais fundos e sua listagem em mercado regulamentado. Com esse mecanismo à disposição seria possível, por exemplo, controlar situações de escassez de ordens de compra das cotas no mercado secundário que afetassem o preço justo da cota e controlar momentos de volatilidade dos ativos, sempre respeitando os cuidados e procedimentos já aplicáveis aos Fundos de Ações – Mercado de Acesso.

Nesse sentido, recomenda-se que os dispositivos de recompra hoje indicados no art. 57, §6º ao §10 do Anexo Normativo I da Minuta sejam transportados para a Resolução e aplicáveis a todos os fundos fechados que possuam cotas admitidas à negociação em mercado organizado.

B. PROPOSTA DE REDAÇÃO

À luz do acima exposto, propõe-se que seja criado novo art. 27 no Capítulo IV, Subseção III da Resolução, e que sejam excluídos os §§ 6º ao 10º do art. 57 do Anexo Normativo I, passando a vigorar com a seguinte redação:

“Art. 27. O regulamento do fundo pode autorizar a classe fechada a comprar suas próprias cotas no mercado organizado em que estejam admitidas à negociação, desde que:

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

II – as cotas recompradas sejam canceladas; e

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

§ 1º Para efeito do disposto no caput, o administrador deve anunciar a intenção de recompra, por meio de comunicado ao mercado arquivado, com pelo menos 14 (catorze)

dias de antecedência da data em que pretende iniciar a recompra, junto à entidade administradora do mercado organizado no qual as cotas estejam admitidas à negociação.

§ 2º O comunicado a que se refere o § 1º:

I – é válido por 12 (doze) meses, contados a partir da data de seu arquivamento; e

II – deve conter informações sobre a existência de programa de recompras e quantidade de cotas efetivamente recompradas nos 3 (três) últimos exercícios.

§ 3º O limite a que se refere o inciso III do art. 27 deve ter como referência as cotas emitidas pelo fundo ou classe na data do comunicado de que trata o § 2º.

§ 4. É vedado à classe fechada de que trata o caput recomprar suas próprias cotas:

I – sempre que o administrador ou o gestor tenha conhecimento de informação ainda não divulgada ao mercado relativa à carteira da classe que possa alterar substancialmente o valor da cota ou influenciar na decisão do cotista de comprar, vender ou manter suas cotas;

II – de forma a influenciar o regular funcionamento do mercado; e

III – com a finalidade exclusiva de obtenção de ganhos financeiros a partir de variações esperadas do preço das cotas.”

Art. 57 do Anexo Normativo I: [...]

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

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

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

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

~~§ 7º Para efeito do disposto no § 6º, o administrador deve anunciar a intenção de recompra, por meio de comunicado ao mercado arquivado, com pelo menos 14 (catorze) dias de antecedência da data em que pretende iniciar a recompra, junto à entidade~~

~~administradora do mercado organizado no qual as cotas estejam admitidas à negociação.~~

~~§ 8º O comunicado a que se refere o § 7º:~~

~~I — é válido por 12 (doze) meses, contados a partir da data de seu arquivamento; e~~

~~II — deve conter informações sobre a existência de programa de recompras e quantidade de cotas efetivamente recompradas nos 3 (três) últimos exercícios.~~

~~§ 9º O limite a que se refere o inciso III do § 6º deve ter como referência as cotas emitidas pelo fundo ou classe na data do comunicado de que trata o § 8º.~~

~~§ 10. É vedado à classe fechada de que trata o § 6º recomprar suas próprias cotas:~~

~~I — sempre que o administrador ou o gestor tenha conhecimento de informação ainda não divulgada ao mercado relativa às suas investidas que possa alterar substancialmente o valor da cota ou influenciar na decisão do cotista de comprar, vender ou manter suas cotas;~~

~~II — de forma a influenciar o regular funcionamento do mercado; e~~

~~III — com a finalidade exclusiva de obtenção de ganhos financeiros a partir de variações esperadas do preço das cotas”~~

XII. EXPANSÃO DE CRITÉRIOS DE ROTULAGEM “SOCIOAMBIENTAL” PARA TODOS OS TIPOS DE FUNDO DE INVESTIMENTO (ART. 4º DO ANEXO NORMATIVO II)

Uma das importantes inovações trazidas pelo Edital de Audiência Pública diz respeito à inclusão da possibilidade de rotulagem de um FIDC como “Socioambiental” caso invista preponderantemente em direitos creditórios que gerem benefícios socioambientais (art. 4º do Anexo Normativo II da Minuta). Nos termos da Minuta, a originação desses benefícios socioambientais deve ser verificada a partir de relatório de segunda opinião ou certificação de padrões com metodologias reconhecidas internacionalmente para este fim (art. 4º, parágrafo único, do Anexo Normativo II da Minuta).

A. COMENTÁRIO STOCHE FORBES

Recentemente, a indústria brasileira de fundos de investimento vem experimentando um aumento exponencial do número de fundos de investimento que incluem, em sua denominação, expressões que remetem a investimentos Socioambientais, ESG (*Environmental, Social and Governance*) ou ASG (Ambiental, Social e Governança Corporativa), Investimento Verde, entre outros. A exploração desse tipo de expressão como estratégia comercial para distribuição das cotas

de fundos de investimento acompanha um movimento global que busca atender à crescente preocupação dos investidores, institucionais ou não, com o impacto dos seus investimentos para agendas que são caras à opinião popular, em especial durante o momento de crise ambiental, política e econômica que vivemos ao redor do mundo.

Buscando atingir esse público-alvo, gestores e administradores de fundos de investimento têm se preocupado cada vez mais em ressaltar os impactos positivos que os ativos por eles selecionados geram para a sociedade, o meio ambiente e agendas de sustentabilidade. Esse movimento, diga-se de passagem, é totalmente legítimo e deve ser encorajado para que cada vez mais o mercado financeiro e de capitais brasileiro incorpore preocupações relacionadas à sustentabilidade nas suas tomadas de decisões de investimento, seja por meio dos investidores finais, precificando de forma positiva os produtos financeiros que apresentem impactos de sustentabilidade, seja pela ponta dos gestores e administradores profissionais, ao selecionarem projetos e ativos com essas características.

Entretanto, a corrida global pela incorporação de critérios Socioambientais nos investimentos pode gerar distorções na estruturação de produtos que, ao serem analisados profundamente, não geram o real impacto sustentável que se espera, mascarando, por meio da alocação de pequenos percentuais ou da aplicação em ativos sem benefícios socioambientais comprovados, o real impacto sustentável dos investimentos em questão. Essa prática vem ficando conhecida internacionalmente como “*greenwashing*”.

A prática do *greenwashing*, além de ter a capacidade de induzir investidores a erro, potencialmente impacta na confiança do mercado sobre esses produtos, gerando um efeito adverso de ceticismo com relação aos investimentos que se autointitulam “Socioambientais” e, potencialmente, represando parcela relevante de recursos que se pretendiam destinar a projetos que de fato trouxessem benefícios socioambientais.

Por essa razão, concordamos que a inclusão de expressões como “Socioambiental” ou similares, que visem ressaltar os benefícios socioambientais na nomenclatura de fundos de investimento, deve sim observar disposições regulatórias que visem a impedir a indução de investidores a erro durante o processo de tomada de suas decisões de investimento. Entretanto, entendemos que tais dispositivos não devem se limitar ao universo dos FIDCs, vez que o mesmo racional se aplica a toda e qualquer tipo ou classificação de fundos de investimento.

Nesse sentido, a primeira sugestão que fazemos é para que o tratamento a respeito das regras para inclusão da palavra “Socioambiental” ou expressões com sentido equivalente na denominação do fundo seja estendido a qualquer fundo regulado pela CVM. Isso porque, apesar de os direitos creditórios que compõem a carteira de FIDC serem passíveis de terem seus benefícios

socioambientais verificados, o mesmo também se pode dizer sobre outras classes de ativos, como ações de companhias abertas e fechadas (adquiridas, por exemplo, por FIPs e FIAs), projetos ou títulos imobiliários (adquiridos, por exemplo, por FIIs) e outros valores mobiliários e ativos (como CRIs, CRAs e debêntures), ativos que recebem alocações de praticamente todas as categorias de fundos de investimento existentes.

Portanto, sugerimos que o tratamento sobre a nomenclatura “Socioambiental” seja transferido, do Anexo Normativo II, específico para FIDCs, para o corpo da Resolução, aplicável a todo e qualquer fundo de investimento, mais especificamente mediante a criação de um §4º no art. 5º da Resolução, conforme indicado na seção B abaixo.

Adicionalmente, sugerimos que referida regra seja, ao menos em um primeiro momento, menos prescritiva ou fechada, sob pena de se engessar ou criar custos regulatórios demasiadamente onerosos a ponto de atrapalhar ou criar barreiras para o desenvolvimento de fundos de investimento com políticas de investimento voltadas para aquisição de ativos com benefícios socioambientais. Nesse sentido, nossa proposta é que a Resolução enderece a questão de forma principiológica e que garanta a liberdade para que gestores e administradores dos fundos de investimento justifiquem a adoção da denominação Socioambiental (ou qualquer termo similar) em seu fundo com base nos critérios que entenderem justos ou suficientes para atestar o grau de benefício socioambiental da carteira.

A discussão sobre a forma de comprovação da rotulagem de ativos financeiros como “Socioambientais” não é nova na regulação dos principais mercados desenvolvidos mundiais. As discussões recentes demonstram claramente a preocupação dos reguladores mundiais com a utilização descabida da rotulagem de fundos e outros emissores de valores mobiliários como sustentáveis, socioambientais ou ESG, em potencial indução de investidores a erro.

Entretanto, a abordagem regulatória para o combate às chamadas práticas de *greenwashing* ou divulgação não organizada e fidedigna de informações sobre investimentos sustentáveis ainda difere de jurisdição para jurisdição.

Talvez a região que discuta o tema com profundidade há mais tempo seja a União Europeia, que adotou, em 2018 e por meio da *European Commission*, o “*Action Plan: Financing Sustainable Growth*”, um plano de ação estabelecido para conectar o mercado financeiro e sustentabilidade. Em 27 de novembro de 2019, foi promulgada a “*Regulation (EU) 2019/2088 of the European Parliament and of the Council*”¹⁶, que exigiu de diversos participantes de mercado a divulgação, de maneira adequada e satisfatória, sobre como os fatores ESG são integrados aos seus respectivos processos decisórios e de avaliação de risco.

¹⁶ Disponível em: <https://eur-lex.europa.eu/eli/reg/2019/2088/oj>.

Após ampla discussão entre os países membros, entrou em vigor, em julho de 2020, a “*Taxonomy Regulation*”¹⁷, regulamentação criada para harmonizar conceitos e estabelecer a classificação de atividades economicamente sustentáveis. O objetivo dessa regulamentação, ainda em fase final de implementação, é fornecer definições adequadas para empresas, investidores e formuladores de políticas sobre parâmetros para que atividades econômicas possam ser consideradas ambientalmente sustentáveis, buscando, entre outros objetivos, criar segurança para os investidores e protegê-los das chamadas práticas de “*greenwashing*”. A “*Taxonomy Regulation*” é uma norma prescritiva e detalhada, que prevê critérios para definição se determinada atividade econômica pode ou não ser considerada como sustentável, além de impor regras para divulgação de produtos financeiros que tenham como ativos subjacentes atividades econômicas sustentáveis, entre outras definições, classificações e disposições.

Os reguladores de outros países, como a *Autorité des Marchés Financiers* – França, aprovaram ainda regulamentações específicas sobre a utilização do que chamaram de critérios não financeiros como elementos centrais na divulgação de fundos de investimento¹⁸. No exemplo francês, o regulador exigiu que os fundos que se utilizassem de elementos ESG ou similares, não financeiros, como critérios de divulgação não financeiros deveriam apresentar objetivos mensuráveis desses critérios a serem cumpridos pelo fundo. Como modelo ideal são mencionadas as divulgações que se utilizam dos selos de investimento socialmente sustentável (SRI) francês como referência para definição se o comprometimento com os critérios ESG é significativo¹⁹.

Outras jurisdições vêm endereçando o tema de forma diferente, preocupando-se com eventual impacto negativo que regras extremamente rígidas e prescritivas podem gerar para o mercado de investimento sustentável ou socioambiental enquanto ainda existem diversas incertezas nas discussões e padrões internacionais de avaliação dos impactos socioambientais de produtos financeiros.

Nos Estados Unidos, por exemplo, a *Securities and Exchange Commission* (SEC) vem optando por educar e orientar os investidores sobre os riscos e cuidados que devem ser tomados ao avaliar a aplicação de recursos em fundos de investimento que se autodenominam como ESG²⁰.

¹⁷ Disponível em: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX:32020R0852>

¹⁸ Divulgação disponível em: <https://www.amf-france.org/en/news-publications/news-releases/amf-news-releases/sustainable-finance-and-collective-management-amf-publishes-first-policy-investor-information>

¹⁹ Divulgação da regulação francesa disponível em: [Sustainable finance and collective management: the AMF publishes a first policy on investor information | AMF \(amf-france.org\)](https://www.amf-france.org/en/news-publications/news-releases/amf-news-releases/sustainable-finance-and-collective-management-amf-publishes-first-policy-investor-information)

²⁰ A esse respeito, vale mencionar o comunicado aos investidores de 26 de fevereiro de 2021 esclarecendo as definições relacionadas sobre o tema e alertando para a necessidade de avaliação cuidadosa e entendimento do produto em que se está investindo e seu real impacto para agendas ESG: <https://www.investor.gov/introduction-investing/general-resources/news-alerts/alerts-bulletins/investor-bulletins-1>

Em março de 2020, a SEC publicou uma consulta pública buscando comentários do mercado sobre a conveniência e necessidade de aplicação da “Name’s Rule”²¹ na divulgação de rótulos ESG na nomenclatura de fundos de investimento. Em linhas gerais, a SEC questionou ao mercado: (i) se a regra deveria impor requisitos específicos para os fundos que se autorrotulassem como ESG e, em caso positivo, que requisitos seriam esses; (ii) se os fundos de investimento com rótulo ESG deveriam satisfazer os três fatores da sigla (*Environmental, Social and Governance*) ou não; (iii) como os fundos atualmente determinavam se determinado investimento satisfazia um ou mais dos fatores ESG e se essas determinações eram consistentes entre os fundos que utilizassem nomenclatura semelhante; e (iv) se ao invés de condicionar a utilização do termo “ESG” no nome a determinado tipo ou estratégia de investimento, se a SEC deveria querer que os fundos que utilizassem esses termos em sua nomenclatura explicassem aos investidores o seu significado. Referida consulta pública permanece em discussão perante o regulador norte-americano e ainda não resultou em alterações na regulação.

Em 1º de dezembro de 2020, o “*Asset Management Advisory Committee*” da SEC divulgou um relatório com potenciais recomendações do seu subcomitê ESG sobre o assunto²². Após analisar a indústria de fundos e a forma como os produtos de investimento ESG eram organizados, o subcomitê entendeu que os produtos ESG não são significativamente diferentes de outros produtos de investimento, mas considerou, na maioria das suas conclusões, que ações regulatórias mais prescritivas seriam contraproducentes dado o estágio inicial da evolução dos investimentos ESG, e que um forte conjunto de regras poderia congelar o desenvolvimento desse mercado.

Portanto, as principais recomendações ficaram concentradas em melhorar a divulgação de produtos de investimento ESG para fornecer orientações de melhores práticas aos participantes, em contraposição a exigir abordagens específicas. A única recomendação que considerou algum tipo de ação específica obrigatória estaria relacionada à divulgação de informações por parte do emissor, que deveria ser padronizada e consistente para que os investidores e seus prestadores de serviço pudessem verificar se os produtos ESG atenderam aos seus objetivos. Contudo, o subcomitê avaliou que essas obrigações não deveriam englobar uma abordagem mais impositiva, como aconteceu na Europa, para evitar a criação de métricas desnecessárias para avaliação dos riscos materiais de um emissor e um eventual custo descabido. As recomendações finais do subcomitê ainda devem ser apresentadas para votação do “*Asset Management Advisory Committee*” ao longo deste ano.

Particularmente, entendemos que, considerando a experiência ainda recente do mercado de capitais brasileiro e o caráter ainda incipiente das discussões sobre eventual criação de taxonomia

²¹ A Name’s Rule é uma regulamentação de janeiro de 2001 que prevê formas de proteção dos investidores contra nomenclaturas capazes de induzir investidores a erro. Como regra geral, a norma exige que um fundo investimento deve investir pelo menos 80% de seus ativos da forma sugerida por seu nome para que a utilização do referido rótulo seja permitida.

²² Disponível em: <https://www.sec.gov/files/potential-recommendations-of-the-esg-subcommittee-12012020.pdf>

ou padrões objetivos para avaliação do caráter Socioambiental de fundos de investimento, a primeira regulação sobre o tema deveria seguir a linha principiológica e focar na veracidade e clareza da divulgação de informações pelos administradores e gestores de fundos de investimento, sem impor critérios prescritivos ou extremamente rígidos para apurar o caráter Socioambiental ou não de determinado produto.

Ainda, os critérios sugeridos na Minuta – de verificação de “benefícios socioambientais a partir de relatório de segunda opinião ou certificação de padrões com metodologias reconhecidas internacionalmente para este fim” – não garantem, necessariamente, que os fundos de investimento divulgarão informações verdadeiras e completas e que os investidores brasileiros estarão livres da indução a erro pela prática de *greenwashing*.

Isso porque a experiência prática demonstra que, com a evolução do mercado de investimentos Socioambientais, cada vez mais empresas certificadoras e emissoras de relatórios de segunda opinião vêm surgindo e oferecendo serviços de análise dos impactos socioambientais de diferentes projetos, emissores e produtos financeiros. Cada uma dessas empresas adota critérios e metodologias diferentes, podendo certificar emissores, projetos ou títulos que outras não entenderiam como provedores de benefícios ambientais suficientes para serem certificados. Some-se a isso a ausência de padronização internacional de metodologias que sejam consideradas referências unânimes nesse tipo de serviço, de forma que a expressão “metodologias reconhecidas internacionalmente” pode se mostrar vazia ou sem paralelo prático a depender da evolução desse mercado em um futuro próximo.

Por essa razão, entendemos que a regra deve possibilitar aos investidores terem acesso à informação sobre a forma de verificação dos benefícios socioambientais adotada pelo gestor para que avaliem se, na sua opinião, os fundos de investimento em que estão investindo de fato apresentam benefícios ambientais que os próprios investidores considerem relevantes. Dessa forma, sugerimos que a regra seja principiológica e exija que os gestores e administradores dos fundos que se rotulem como “Socioambientais” apresentem ao mercado as justificativas sobre os motivos que os fizeram a incluir tal rótulo na denominação do fundo.

Ainda, a utilização de uma regra menos prescritiva ou engessada, privilegiando a obrigação de *disclosure* de informação pelos participantes de mercado, permite que a autorregulação desempenhe importante papel de detalhamento da forma de divulgação e dos critérios para aferição dos benefícios socioambientais dos investimentos realizados pelos fundos regulados pela CVM. Considerando a assunção crescente do protagonismo de estruturas de autorregulação no monitoramento e supervisão do atendimento de regras pelos participantes de mercado, a estrutura proposta permite ainda que a CVM, futuramente, formalize convênios com entes autorreguladores que melhor desempenhem a fiscalização da divulgação de informações sobre os fundos

Socioambientais para monitorarem a qualidade, veracidade e suficiência das informações prestadas pelos fundos que se autointitulem Socioambientais, fortalecendo a indústria sem a imposição de ônus demasiadamente altos aos prestadores de serviço.

A longo prazo, espera-se que os prestadores de serviço que forem mais transparentes e demonstrarem a aplicação das melhores práticas na seleção de seus investimentos e na confirmação dos benefícios socioambientais dos mesmos recebam maior confiança do mercado como um todo, criando um círculo de ações benéfico para o desenvolvimento das finanças socioambientais no Brasil.

B. PROPOSTA DE REDAÇÃO

À luz do acima exposto, propõe-se que o art. 4º do Anexo Normativo II integrante da Minuta seja excluído, com a consequente criação de um §4º no art. 5º da Resolução, no seguinte sentido:

“Art. 5º Da denominação do fundo deve constar referência a sua categoria. [...]”

§4º Os fundos de investimento que utilizarem o termo “Socioambiental” ou expressões equivalentes, com o objetivo indicar a geração de benefícios socioambientais por parte dos investimentos realizados pelo fundo, devem obrigatoriamente apresentar, no material de divulgação do fundo, informações a respeito da forma de verificação dos benefícios socioambientais da carteira pelo gestor.”

XIII. TRATAMENTO DE OPERAÇÕES EM CONFLITO DE INTERESSES EM FIIS E FIPS

O crescimento recente da indústria brasileira de fundos de investimentos tem fomentado, cada vez mais, debates e questionamentos relacionados a situações envolvendo conflitos de interesses, sobretudo por se tratar de mercado ainda caracterizado pela alta concentração de participantes e, por consequência, bastante propício à ocorrência de situações de conflitos de interesses entre cotistas, administradores, gestores e prestadores de serviço de forma geral.

Historicamente, a CVM vem disciplinando as situações de conflito de interesse por meio de diferentes estratégias adotadas nos normativos específicos aplicáveis a cada categoria de fundos, notadamente os chamados “Fundos 555”, os FIIs e os FIPs. Especificamente com relação às duas últimas categorias, conhecidas pelo mercado integrantes da classe de “fundos estruturados”, o Colegiado teve a oportunidade de abordar controvérsias e apresentar alternativas relativas ao tema,

em caráter casuístico, por meio de importantes decisões proferidas no âmbito de processos administrativos que tramitaram junto à Autarquia no decorrer dos últimos anos²³.

Sob o aspecto normativo atualmente vigente, a Instrução CVM nº 472, de 31 de outubro de 2008, conforme alterada (“ICVM 472”), aplicável aos FIIs, determina que *“os atos que caracterizem conflito de interesses entre o fundo e o administrador, gestor ou consultor especializado dependem de aprovação prévia, específica e informada da assembleia geral de cotistas”*²⁴. O normativo traz, ainda, rol exemplificativo de situações que se caracterizam conflito de interesses, além de explicitar determinadas exceções²⁵.

A Instrução CVM nº 578, de 30 de agosto de 2016, conforme alterada (“ICVM 578”), aplicável aos FIPs, prevê racional semelhante ao da ICVM 472 e também delega à assembleia geral de cotistas a competência privativa para *“a aprovação dos atos que configurem potencial conflito de interesses entre o fundo e seu administrador ou gestor e entre o fundo e qualquer cotista, ou grupo de cotistas, que detenham mais de 10% das cotas subscritas”*²⁶, mas sem apresentar rol exemplificativo de situações que se enquadrariam na descrição e sem apresentar requisitos tão rígidos para referida deliberação assemblear quanto os da ICVM 472, de caráter prévio, específico e informado.

Ainda que a inclusão dos anexos normativos aplicáveis aos FIIs e FIPs venha a ser objeto de inserção oportuna, por ocasião da implementação das etapas de consolidação estabelecidas pela Portaria CVM/PTE/Nº 108, de 28 de setembro de 2020, considerando que eventualmente tal inclusão não será precedida de audiência pública, entende-se oportuna a apresentação de sugestão de modernização das regras sobre conflito de interesses específicas desses fundos, de sorte a melhor compatibilizá-los aos preceitos gerais da Lei da Liberdade Econômica.

As sugestões buscam reduzir o custo de observância da regra em questão, sem deixar de conferir a devida proteção aos investidores, considerando suas especificidades e qualificações.

A. COMENTÁRIO STOCHE FORBES

Diante do contexto acima resumido, os procedimentos a serem adotados em situações envolvendo conflitos de interesse representam significativo custo e burocracia em muitas operações de mercado envolvendo fundos de investimento, em especial quanto à exigência imposta pelo órgão regulador, no caso dos FIIs e FIPs, no sentido de que toda e qualquer operação conflitada deve ser submetida necessariamente à aprovação da assembleia geral de cotistas do fundo.

²³ Dentre referidas decisões, destacamos e consideramos especialmente relevantes aquelas proferidas no âmbito dos Processos Administrativos CVM nº 19957.003280/2019-55 (j.28.05.2019) e 19957.005558/2020-62 (j. 29.09.2020).

²⁴ Art. 34.

²⁵ §§1º a 3º do art. 34.

²⁶ Art. 24, XII.

Não por outro motivo, já há algum tempo o mercado tem demandado e se movimentado mais intensamente em prol de uma reavaliação do regramento por parte da CVM a respeito do assunto. O próprio ex-Diretor Gustavo Gonzalez, em voto recente sobre a matéria, defendeu e enfatizou “(...) a necessidade de uma revisão mais ampla das regras de conflitos de interesses contidas nos diversos normativos que tratam dos fundos de investimento e dos seus prestadores de serviço, de modo que a intensidade regulatória seja melhor modulada de acordo com o perfil dos fundos e de seus cotistas”²⁷.

No cenário atual, a necessidade de aprovação pela assembleia geral passou a engessar a gestão de determinadas categorias de fundo e se revelou incompatível com a eficiência e a fluidez que se exige dos prestadores de serviço na escolha de ativos, nas negociações das operações e na execução adequada das políticas de investimento no dia a dia do mercado. A obrigatoriedade de convocar e realizar uma assembleia geral de cotistas para a aprovação de cada uma dessas operações – que já é dispendiosa o suficiente para todo e qualquer fundo, dadas as diversas complexidades envolvidas – representa um entrave ainda maior quando se trata de categorias de fundo como os FIs, que, por serem negociados cada vez mais no mercado secundário e comumente possuem base de cotistas extremamente pulverizada, acabam por enfrentar dificuldades recorrentes de convocação, instalação e obtenção de quórum²⁸ para aprovação das matérias.

Além disso, como já mencionado, a indústria de fundos de investimento ainda envolve uma oferta bastante reduzida e limitada, no segmento de fundos estruturados²⁹, de emissores, ativos e prestadores de serviços qualificados e de renome, em especial em produtos mais específicos e de mercados menos desenvolvidos, a exemplo do mercado de CRI e CRA. Com tamanha concentração, principalmente dos prestadores de serviços – que por vezes desenvolvem, dentro de um mesmo grupo econômico, diferentes atividades no mercado de capitais, como a administração fiduciária de fundos e a coordenação de ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários –, é praticamente inevitável que haja situações frequentes e sucessivas de operações em conflito, o que inviabiliza, na prática, a gestão do fundo mediante a aprovação de cada uma delas em assembleia geral.

²⁷ Voto proferido no âmbito do Processo Administrativo CVM nº 19957.005558/2020-62 (j. 29.09.2020).

²⁸ No caso dos FIs, a ICVM 472 exige ainda quórum qualificado de (i) 25% (vinte e cinco por cento), no mínimo, das cotas emitidas, quando o fundo tiver mais de 100 (cem) cotistas; ou II – metade, no mínimo, das cotas emitidas, quando o fundo tiver até 100 (cem) cotistas, para aprovação das situações de conflito de interesses (Art. 20, §1º da ICVM 472).

²⁹ Segundo estatísticas do consolidado diário de fundos de investimento divulgado pela Anbima, com data de referência em 09 de abril de 2021, os fundos de investimento em geral (Renda Fixa, Ações, Multimercados, Cambial, Previdência e ETF) somariam um patrimônio líquido total de aproximadamente R\$ 5,5 trilhões, enquanto o universo de fundos estruturados (FIDC, FIP e FI) representaria um PL aproximado de R\$ 790 milhões. Disponível em: https://www.anbima.com.br/pt_br/informar/estatisticas/fundos-de-investimento/fi-consolidado-diario.htm

Acreditamos que essa situação gera um incentivo negativo aos prestadores de serviços, que acabam sendo penalizados por oferecerem serviços de qualidade, crescerem comercialmente e aumentarem a sua base de fundos sob administração ou gestão. Em situações extremas de fundos muito pulverizados, os próprios cotistas podem se ver prejudicados, uma vez que os gestores podem ser levados a realizar operações com veículos de menor atratividade, com prestadores de serviço de menor credibilidade ou até de ativos menos vantajosos, diante da impossibilidade prática, em alguns casos, de atingir os quóruns para aprovação de situações específicas de conflito.

Nesse cenário, uma alternativa que é adotada pelo mercado para ao menos atenuar essas dificuldades, e que vem sendo validada pelas áreas técnicas da CVM, é o distribuidor das cotas de emissão do FIP ou do FII, no próprio ato de distribuição pública de suas cotas para subscrição dos investidores, convidar os investidores para, a seu exclusivo critério, outorgarem procuração para a apresentação de voto em assembleia geral, a ser convocada tão logo seja encerrada a oferta pública, que terá como ordem do dia a aprovação de aquisição de um ativo, que já se encontra na destinação dos recursos da oferta, que potencialmente gere um conflito por ser adquirido de outro fundo com identidade de um ou mais prestadores de serviço ou que esteja sendo distribuído por sociedade integrante do grupo econômico do prestador de serviços do fundo.

Mais recentemente, entretanto, determinados FIIs e FIPs encontraram dificuldades até mesmo na implementação da solução indicada acima. Isso porque, alguns desses fundos possuem como característica de sua gestão a necessidade de seleção constante de novos ativos para a carteira, e não apenas a destinação inicial dos recursos de uma emissão para aquisição de ativos previamente identificados, o que impede que todas as possíveis situações de conflito sejam identificadas no momento da oferta pública de cotas do fundo. Isso acontece, por exemplo, nos chamados “FIIs de Papel”, que tem por política de investimento a aquisição de ativos financeiros, como CRIs e cotas de outros FIIs, que são adquiridos e alienados com certa frequência entre FIIs do mercado.

A identidade de prestadores de serviço na administração fiduciária desses fundos ou na distribuição dos ativos financeiros que serão adquiridos vira, portanto, um empecilho constante para a realização de operações do “FII de Papel”. Exemplo comumente citado se dá nos casos em que o gestor da carteira, responsável pela tomada de decisões de investimento, é independente em relação ao administrador e não possui conflito com a contraparte na negociação do ativo em questão. Nesses casos, a situação de conflito a ser liberada pode estar presente na identidade de administradores dos fundos que estão atuando como contrapartes, prestador de serviço que não participa do processo de tomada de decisão de investimento e que, portanto, não gera qualquer interesse secundário capaz de influenciar na decisão do gestor com relação ao negócio em si.

Em especial quando fundos com essas características se encontram extremamente pulverizados e com cotas negociadas em ambiente de bolsa, a necessidade de aprovação de cada operação conflitada em assembleia se torna um verdadeiro empecilho para a satisfação do melhor interesse do fundo e para a seleção dos melhores ativos para a sua carteira.

Reconhecendo esse cenário, a Divisão de Fundos Listados e de Participações (DLIP) desta CVM já manifestou seu entendimento sobre a possibilidade de estabelecimento de critérios de elegibilidade para negociação de ativos financeiros por FII em situação de potencial conflito de interesse sujeitos à deliberação de assembleia única, evitando assim a necessidade de convocação de sucessivas assembleias para cada operação particular. Em especial, foi dado destaque à necessidade de clara divulgação, aos investidores, sobre pré-aprovações baseadas em critérios de elegibilidade e à necessidade de ratificação de tal aprovação após a realização de nova oferta pública de distribuição de cotas do fundo que modifiquem de forma significativa a base de cotistas ou o patrimônio líquido do fundo³⁰.

A partir de fundamentos semelhantes, a indústria de FIPs também vem criando formas alternativas de viabilizar a aprovação de situações de conflito de interesses sem engessar de forma demasiada a gestão do fundo. A esse respeito, em 29 de setembro de 2020, o Colegiado da CVM concedeu dispensa de requisitos da ICVM 578 para a aprovação de mecanismo alternativo que conferir à assembleia geral a possibilidade de deliberar sobre a criação de um comitê consultivo independente, remunerado pelo FIP, que se tornasse responsável por analisar, à luz de determinados critérios de elegibilidade aprovados, operações de aquisição de ativos em situação de conflito de interesse (Caso Prisma)³¹.

Foi justamente nessa ocasião que o ex-Diretor Gustavo Gonzalez proferiu voto divergente defendendo a necessidade de uma revisão mais ampla das formas de tratamento das situações de conflito de interesses na regulação da CVM, de forma a modulá-las às necessidades de cada tipo de fundo e a depender da qualificação do público-alvo do fundo em questão.

Entendemos que, especificamente com relação aos FIIs e FIPs, a modulação do nível de interferência regulatória se mostra de fato essencial, fato comprovado pela replicação de estruturas alternativas aprovadas pela CVM em sede de dispensa de requisitos de forma reiterada pelos participantes de mercado. Já com relação aos fundos hoje regidos pela Instrução CVM nº 555/14, que agora passarão a ser tratados como fundos de investimento financeiro, o estabelecimento de exigências de estabelecimento de limites máximos de aplicação em ativos financeiros vinculados aos prestadores de serviço essenciais (art. 19 do Anexo Normativo I da Minuta), flexibilizados ainda no

³⁰ Conforme o item 2.3.2. 8 do Ofício-circular nº 1/2021 da SRE. Disponível em: <http://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/oficios-circulares/sre/oc-sre-012021.html>

³¹ Processo Administrativo CVM nº 19957.005558/2020-62 (j. 29.09.2020). Disponível em http://conteudo.cvm.gov.br/decisoes/2020/20200929_R1/20200929_D1913.html

caso de fundos para investidores profissionais, parece ser uma forma até o momento eficiente de lidar com as situações de conflito dessa classe de ativos líquidos, razão pela qual entendemos que não necessitam de ajustes mais imediatos.

Com relação aos fundos estruturados, mais especificamente aos FII e FIPs, a flexibilização da exigência de realização de assembleia para a aprovação de situações de conflito de interesse também parece ser a medida que melhor se alinha aos preceitos da Lei da Liberdade Econômica e mais aproxima a regulação brasileira da forma como mercados desenvolvidos ao redor do mundo, como o norte-americano e o europeu, lidam com o problema. Em geral, as legislações e regulações desses países parecem concentrar esforços no estabelecimento de regras que exijam um forte grau de *disclosure* de informações a respeito de conflito de interesses aos investidores do que restringir a forma como os investidores poderão lidar com os conflitos reportados.

Tanto nos Estados Unidos³² quanto na União Europeia³³, as regras exigem dos prestadores de serviço a divulgação de todo o conjunto de informações necessário a respeito do conflito para os investidores, mas não são prescritivos sobre como os investidores devem se organizar ou estabelecer controles para consentir com a realização de operações em conflito. Apesar da falta de prescrição sobre como se dará esse consentimento, a SEC já se manifestou no sentido de que o consentimento

³² Nos Estados Unidos, não há um regramento específico que trate de situações de conflito de interesses em fundos de investimento, sendo aplicáveis, nesses casos, as previsões do *Investment Advisers Act of 1940*. Apesar disso, a SEC tem orientado o mercado sobre a necessidade de realizar uma ampla e completa divulgação de informações sobre situações que envolvam conflito de interesses, de forma que os investidores tenham todas as informações necessárias para um consentimento informado acerca do conflito. Vide: (i) SEC. *Commission Interpretation Regarding Standard of Conduct for Investment*, data: 12/07/2019. Disponível em: <https://www.sec.gov/rules/interp/2019/ia-5248.pdf>. Acesso em: 12/04/2021; (ii) SEC. *Frequently Asked Questions Regarding Disclosure of Certain Financial Conflicts Related to Investment Adviser Compensation*. Disponível em: <https://www.sec.gov/investment/faq-disclosure-conflicts-investment-adviser-compensation>. Acesso em: 12/04/2021; e (iii) SEC. *Securities Enforcement Forum West 2016 Keynote Address: Private Equity Enforcement*. Disponível em: <https://www.sec.gov/news/speech/private-equity-enforcement.html>. Acesso em: 12/04/2021.

³³ Na União Europeia, há uma ampla regulamentação tratando do dever que os prestadores de serviços possuem de identificar, prevenir e gerir situações de conflito de interesses. Ainda, nos casos em que não for possível evitar que a situação de conflito afete negativamente os interesses do fundo, o prestador de serviço deverá realizar uma ampla e completa divulgação de informações sobre a fonte e a natureza do conflito. Essa divulgação deve incluir detalhes suficientes, levando em consideração a natureza do fundo, para permitir que seja tomada uma decisão informada a respeito da situação. Vide: (i) *Directive 2014/65/EU of the European Parliament and of the Council*, de 15 de maio de 2014, art. 23. Disponível em: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX:32014L0065>. Acesso em: 12/04/2021; (ii) *Directive 2011/61/EU of the European Parliament and of the Council on Alternative Investment Fund Managers*, de 08/06/2011, art. 14. Disponível em: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=celex%3A32011L0061>. Acesso em: 12/04/2021; (iii) *Regulation (EU) No 345/2013 of the European Parliament and of the Council on European Venture Capital Funds*, de 17/04/2013, art. 9º. Disponível em: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX:32013R0345>. Acesso em: 12/04/2021; e (iv) *Supplementing Regulation (EU) No 345/2013 of the European Parliament and of the Council with regard to conflicts of interest in the area of European venture capital funds*, de 04/02/2019, art. 6º. Disponível em: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX:32019R0820>. Acesso em: 12/04/2021.

poderá ser explícito ou, até mesmo, implícito³⁴. Diante dessa flexibilidade para a estruturação de controles de forma privada e contratual, a tendência verificada, principalmente nos Estados Unidos, é exatamente da criação de comitês independentes responsáveis por analisar e deliberar sobre as operações conflitadas³⁵, solução sugerida pelo mercado e aprovada pelo Colegiado no Caso Prisma.

Portanto, sugerimos que os FIIs e FIPs enderecem as situações de conflito de interesses dos prestadores de serviço essenciais de forma mais livre e negocial quanto maior for o nível de qualificação e sofisticação dos investidores do fundo em questão.

O método escalonado sugerido engloba a seguinte estrutura:

- (i) Fundos para Investidores Profissionais: nos fundos ou classes de fundos destinados exclusivamente a investidores profissionais, não se faz necessária intervenção regulatória para tratamento da questão de conflito de interesses, bastando a

³⁴ A SEC prevê que há um consentimento implícito quando ocorre, por exemplo, a continuidade da relação contratual entre o fundo de investimento e o prestador de serviço após ampla e completa divulgação de informações acerca da situação envolvendo um conflito de interesses. Nesse sentido, vide: “[...] For example, an adviser could provide a client full and fair disclosure of all material facts relating to the advisory relationship as well as full and fair disclosure of all conflicts of interest which might incline the adviser, consciously or unconsciously, to render advice that was not disinterested, through a combination of Form ADV and other disclosure **and the client could implicitly consent by entering into or continuing the investment advisory relationship with the adviser**”. Para mais informações, consulte: SEC. *Commission Interpretation Regarding Standard of Conduct for Investment*, data: 12/07/2019. Disponível em: <https://www.sec.gov/rules/interp/2019/ia-5248.pdf>. Acesso em: 12/04/2021.

³⁵ A SEC julgou, recentemente, alguns casos envolvendo conflito de interesses relacionados a prestadores de serviços de fundos de investimento, reconhecendo, nesses casos, a prática de que fundos de investimento utilizem Comitês ou Conselhos para a revisão e aprovação de situações de conflito, conforme casos a seguir: (I) No caso *In the Matter of Lightyear Capital LLC*, julgado em 26 de dezembro de 2018, a SEC considerou que a *Lightyear*, uma gestora de fundos de investimentos, falhou em seu dever de prestar informações sobre determinadas situações de conflito de interesses. A *Lightyear* atuava como gestora de dois diferentes tipos de fundos de investimento, os *Flagship Funds* e os *Employee Funds*, não tendo divulgado informações no sentido de que alocaria certas despesas somente para os *Flagship Funds*, como despesas jurídicas, de consultoria e de seguros. Essa situação foi considerada como um conflito de interesses, devendo ter sido divulgada nos documentos organizacionais dos fundos ou divulgada e aprovada pelos Comitês Consultivos dos *Flagship Funds* e dos *Employee Funds*. Além disso, de acordo com a SEC, a *Lightyear* celebrou alguns acordos com empresas do portfólio dos *Flagship Funds* e não realizou a divulgação, o que gerou prejuízo financeiro aos fundos. Diante da falha em divulgar essas situações, a SEC considerou que a *Lightyear* violou o *Investment Advisers Act of 1940*, impondo, como sanção, o pagamento de multa no montante de \$400.000,00. Para mais informações, consulte: SEC. *Administrative Proceeding File No. 3-18958 – In the Matter of Lightyear Capital LLC, Respondent*, julgado em 26/12/2018. Disponível em: <https://www.sec.gov/litigation/admin/2018/ia-5096.pdf>. Acesso em: 12/04/2021; (II) Da mesma forma como no caso anterior, no caso *In the Matter of Yucaipa Master Manager, LLC*, a SEC considerou que a *Yucaipa*, uma consultora de investimentos, falhou em divulgar informações sobre situações de conflito de interesses aos Comitês Consultivos dos fundos clientes, os quais possuem a atribuição de revisar e aprovar situações de conflito. A SEC considerou que a *Yucaipa* falhou em divulgar informações sobre acordos com prestadores de serviços que resultaram na alocação de despesas e que representaram conflito de interesses. Como exemplo, o Diretor da *Yucaipa* realizou um empréstimo pessoal para o Diretor de uma empresa de consultoria A que prestava serviços a um dos fundos clientes da *Yucaipa* e à própria *Yucaipa*, sendo o empréstimo reembolsado por meio de taxas pagas pelo fundo à empresa de consultoria A. Como decorrência da falha em divulgar as situações de conflito, a SEC considerou que a *Yucaipa* violou o *Investment Advisers Act of 1940*, impondo a restituição dos ganhos indevidos aos fundos lesados e o pagamento de sanção pecuniária no montante de \$1.000.000,00. Para mais informações, consulte: SEC. *Administrative Proceeding File No. 3-18930 - In the Matter of Yucaipa Master Manager, LLC, Respondent*, julgado em 13/12/2018. Disponível em: <https://www.sec.gov/litigation/admin/2018/ia-5074.pdf>. Acesso em: 12/04/2021.

exigência de que os prestadores de serviço essenciais garantam o devido *disclosure* das situações conflitadas aos investidores e que o regulamento do fundo estabeleça a forma de tratamento das situações de conflito no dia-a-dia do fundo. Isso porque, aos investidores profissionais, presume-se não apenas a qualificação para compreensão dos riscos e benefícios de cada situação de conflito de interesses, mas uma posição negocial privilegiada para fazer valer juntos aos prestadores de serviço do fundo mecanismos de proteção e governança para obtenção de informações completas a respeito de cada operação e exigência de tomada de determinados cuidados e salvaguardas;

- (ii) Fundos para Investidores Qualificados: nos fundos ou classes de fundos destinados a investidores qualificados, sugere-se um método intermediário, segundo o qual o regulamento ou a assembleia geral ou especial do fundo ou da classe, conforme o caso, poderão afastar a necessidade de aprovação das situações de conflitos de interesse em assembleia mediante a criação de um comitê ou conselho, eleito pelos próprios cotistas do fundo, com mandato para deliberar sobre as operações que apresentem conflito entre o fundo e os seus prestadores de serviço essenciais; e
- (iii) Fundos para o Público em Geral: nos fundos ou classes de fundos destinados ao público em geral, considerando não haver presunção de qualificação dos investidores ou poder de negociação com os prestadores de serviço essenciais, sugere-se que seja adotado um método mais protetivo para a aprovação de situações de conflito de interesses, mas que ainda assim não engessem demasiadamente a gestão da carteira de tais fundos a ponto de inviabilizar o desenvolvimento de determinadas estratégias, como o exemplo dos “FIs de Papel” acima mencionados. Para esses fundos e classes, caso o regulamento preveja possibilidade de análise de situações de conflito por conselho ou comitê, conforme estrutura indicada acima para os fundos para qualificados, os cotistas deverão aprovar previamente o “mandato” desse órgão, por meio da aprovação prévia de critérios de elegibilidade mínimos a serem observados pelos ativos conflitados para que sejam elegíveis à análise do comitê. Naturalmente, essa solução teria aplicabilidade apenas para os FIs, ao menos enquanto perdurar a regra que limita o investimento em FIPs para investidores qualificados;
- (iv) Fundos com Destinação de Recursos Previamente Definida: uma última hipótese se daria no caso de fundos de investimento que já possuam, no momento da distribuição inicial de suas cotas, uma destinação de recursos previamente definida, com ativos já selecionados e, por qualquer razão, que apresentem conflito com um dos prestadores de serviço essenciais. Nesses casos, a exigência de que o

regulamento e os materiais de divulgação da oferta em questão deem o devido *disclosure* sobre as situações de conflito de interesses identificadas nos ativos alvo deveria ser equivalente a um consentimento do investidor em assembleia, vez que ele estará adquirindo as cotas iniciais do fundo ciente dos conflitos existentes na destinação de recursos e consentindo com essa situação. Nesses casos, não haveria que se falar em necessidade de nova aprovação da operação em assembleia ou criação de comitê para aprovação da mesma.

Em qualquer dos cenários, caso seja estabelecido método alternativo para a aprovação de conflitos de interesse, diferentes da exigência de aprovação em assembleia, sugerimos que os administradores dos FII's e FIP's estejam obrigados a divulgar aos cotistas a realização de operações conflitadas, aprovadas segundo o método previsto no seu regulamento específico, para que os cotistas tomem conhecimento das operações que estão sendo realizadas e tenham a capacidade de fiscalizar a efetividade dos controles utilizados.

Por fim, outra sugestão se refere à inclusão de nova exceção ao conflito de interesses em operações de aquisição, pelo fundo que contar com gestor independente ao administrador, de ativos distribuídos por partes relacionadas ao administrador ou adquiridos de outros fundos de investimento administrados pelo administrador, mas que sejam geridos por outro gestor independente. Nessas situações, entendemos que a posição ocupada pelo administrador nas duas pontas da operação, como distribuidor do ativo ou administrador da contraparte do fundo, não é capaz de gerar uma situação de conflito de interesses suficiente para disparar a necessidade de adoção dos mecanismos de proteção estipulados pela regulamentação.

Isso porque, partindo da premissa de que o gestor é parte independente na negociação, e sendo ele o detentor do poder de “negociar e contratar, em nome do fundo, os ativos e os intermediários para realizar operações para carteira”, a decisão de investimento tomada por esse prestador de serviço não estará imbuída de um interesse secundário capaz de influir na sua independência. Considerando a já citada concentração de prestadores de serviço na indústria brasileira de fundos estruturados, situações de conflito que não abrangem o gestor acabam sendo objeto de diversas discussões regulatórias que acabam levando à necessidade de aprovação de operações em assembleia – ou de adoção de uma das modalidades alternativas de tratamento de conflito que vêm sendo aceitas pela CVM –, trazendo um ônus desnecessário para a indústria.

Nesse sentido, sugerimos que as hipóteses de aquisição de ativos por gestor independente em que o administrador ou uma parte a ele relacionada esteja atuando apenas na distribuição ou como administrador fiduciário da contraparte do fundo sejam reconhecidas como exceções à regra de conflito e, portanto, não sujeitas à necessidade de aprovação em assembleia.

B. PROPOSTA DE REDAÇÃO

À luz do acima exposto, propõe-se que, quando da consolidação da atual ICVM 472 como um novo Anexo Normativo da Resolução, seja modificado o §3º do art. 34 da ICVM 472 e sejam incluídos os §5º ao §9º no art. 34 da ICVM 472, com a consequente modificação dos arts. 18, inciso XII e art. 41, inciso VIII, da ICVM 472, com a seguinte redação:

Art. 18. [...]

XII – aprovação dos atos que configurem potencial conflito de interesses nos termos dos arts. 31-A, § 2º, 34 e 35, IX, desta ~~Instrução~~ Resolução, observado o disposto no art. 34, §5º ao §8º, desta Resolução; e

“Art. 34. [...]

§ 3º Não configura situação de conflito:

I – a aquisição, pelo fundo, de imóvel de propriedade do empreendedor, desde que não seja pessoa ligada ao administrador, ao gestor ou ao consultor especializado; e

II – a aquisição, pelo fundo, de ativos distribuídos pelo administrador ou partes a ele relacionadas ou adquiridos de contraparte também administrada pelo mesmo administrador ou partes a ele relacionadas, desde que os gestores envolvidos na operação sejam independentes entre si e independentes com relação ao administrador.
[...]

§5º A obrigação disposta no caput não se aplica no caso de fundos ou classes destinados exclusivamente a investidores profissionais, devendo o regulamento estabelecer o método para tratamento dos atos que caracterizem conflito de interesses entre o fundo e o administrador, gestor ou consultor especializado.

§6º A obrigação disposta no caput pode ser dispensada no caso de fundos ou classes destinados exclusivamente a investidores qualificados, desde que o regulamento ou a assembleia geral ou especial do fundo ou da classe, conforme o caso, determinem a constituição de conselho consultivo, eleito pelos próprios cotistas, com poderes para analisar e deliberar sobre a autorização para o fundo executar atos que caracterizem conflito de interesses entre o fundo e o administrador, gestor ou consultor especializado.

§7º A obrigação disposta no caput pode ser dispensada no caso de fundos ou classes destinados ao público em geral, desde que o regulamento ou a assembleia geral ou especial do fundo ou da classe, conforme o caso, determinem a constituição de conselho consultivo, eleito pelos próprios cotistas, com poderes para analisar e deliberar sobre a autorização para o fundo executar atos que caracterizem conflito de interesses entre o fundo e o administrador, gestor ou consultor especializado, observados critérios de elegibilidade mínimos específicos aprovados por ocasião da constituição do conselho.

§8º A obrigação disposta no caput não se aplica no caso de fundos de investimento que divulquem, no regulamento ou no material de divulgação de sua distribuição inicial de cotas, a relação exhaustiva dos ativos alvo que servirão como destinação de recursos das cotas do fundo, conferindo divulgação clara e completa, nos referidos documentos, sobre as situações de conflito de interesses existentes nas operações indicadas.

§9º Em caso de adoção de procedimentos diferentes do caput para aprovação de situações de conflito de interesses, nos termos do §5º ao § 8º acima, o administrador estará obrigado a divulgar, em até 7 (sete) dias contados de sua realização, descrição detalhada sobre as operações conflitadas realizadas pelo fundo, contendo, no mínimo, informação sobre a origem do conflito, o percentual da operação sobre o patrimônio líquido do fundo e as formas utilizadas para mitigação de tal conflito.”

“Art. 41. [...]

VIII – em até 7 (sete) dias após a sua ocorrência, a descrição sobre as operações conflitadas realizadas pelo fundo, se aplicável, na forma do art. 34, §9º desta Resolução.”

Também à luz do acima exposto, propõe-se que, quando da consolidação da atual ICVM 578 como um novo Anexo Normativo da Resolução, sejam incluídos os §2º ao §6º no art. 24 da ICVM 578, com a consequente inclusão do inciso V no art. 51 da ICVM 578, com a seguinte redação:

“Art. 24. [...]

~~Parágrafo único~~ §1º. O regulamento do fundo pode estabelecer outras matérias de competência da assembleia, além daquelas previstas no caput.

§2º Para fins do disposto no inciso XII acima, não configura situação de conflito a aquisição, pelo fundo, de ativos distribuídos pelo administrador ou partes a ele relacionadas ou adquiridos de contraparte também administrada pelo mesmo

administrador ou partes a ele relacionadas, desde que os gestores envolvidos na operação sejam independentes entre si e independentes com relação ao administrador;

§3º No caso de fundos ou classes destinados exclusivamente a investidores profissionais, o regulamento poderá estabelecer o método para tratamento dos atos que caracterizem conflito de interesses entre o fundo e seu administrador ou gestor, independentemente do disposto no inciso XII acima.

§4º No caso de fundos ou classes destinados exclusivamente a investidores qualificados, o regulamento ou a assembleia geral ou especial do fundo ou da classe, conforme o caso, poderão determinar, independentemente do disposto no inciso XII acima, a constituição de conselho consultivo, eleito pelos próprios cotistas, com poderes para analisar e deliberar sobre a autorização para o fundo executar atos que caracterizem conflito de interesses entre o fundo e o seu administrador ou gestor.

§5º A obrigação disposta no caput não se aplica no caso de fundos de investimento que divulguem, no regulamento ou no material de divulgação de sua distribuição inicial de cotas, a relação exaustiva dos ativos alvo que servirão como destinação de recursos das cotas do fundo, conferindo divulgação clara e completa, nos referidos documentos, sobre a origem do conflito, o percentual da operação sobre o patrimônio líquido estimado do fundo e as formas utilizadas para mitigação de tal conflito.

§6º Em caso de adoção de procedimentos diferentes do inciso XII para aprovação de situações de conflito de interesses, nos termos do §2º e §3º acima, o administrador estará obrigado a divulgar, em até 7 (sete) dias contados de sua realização, descrição detalhada sobre as operações conflitadas realizadas pelo fundo, contendo, no mínimo, informação sobre a origem do conflito, o percentual da operação sobre o patrimônio líquido do fundo e as formas utilizadas para mitigação de tal conflito.”

“Art. 51. [...]

V – em até 7 (sete) dias após a sua ocorrência, a descrição sobre as operações conflitadas realizadas pelo fundo, se aplicável, na forma do art. 34, §4º desta Resolução.”

XIV. DISPOSIÇÃO TRANSITÓRIA PARA DISTRIBUIÇÃO DE COTAS DE FUNDO FECHADO DESTINADO EXCLUSIVAMENTE A INVESTIDORES QUALIFICADOS

Atualmente, a Instrução CVM nº 555/14 possui um regramento sobre a concessão automática de fundo fechado destinado exclusivamente a investidores qualificados que apresentem determinada documentação por meio do Sistema de Envio de Documentos da CVM, conforme art. 22 do referido diploma legal.

O Edital de Audiência Pública propõe que esse regramento específico seja transferido para a regulamentação de ofertas públicas, atualmente também em discussão no âmbito da Audiência Pública SDM 02/21, que propõe estabelecer o novo arcabouço regulatório das ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários.

A. COMENTÁRIO STOCHE FORBES

A solução proposta pelo Edital de Audiência Pública nos parece correta, consolidando as regras de ofertas públicas de diferentes tipos de valores mobiliários em um mesmo diploma, que já sinaliza positivamente um esforço de desburocratizar as ofertas públicas de acordo com o público-alvo, características do ativo e reforço de responsabilidade de outros agentes atuando como *gatekeepers* ou autorreguladores em auxílio à CVM.

Nossa sugestão, entretanto, é apenas esclarecer as regras de transição do tratamento atual dos casos de distribuição de cotas de fundos fechados destinados exclusivamente a investidores qualificados para o novo arcabouço que será inaugurado a partir da resolução que advir da Audiência Pública SDM 02/21. Considerando o lapso temporal entre a publicação do presente Edital de Audiência Pública e o início da Audiência Pública SDM 02/21, entendemos ser possível que a regra de ofertas públicas apenas seja publicada após o início da vigência da presente Resolução, o que levaria dúvidas sobre a situação das ofertas registradas automaticamente dos fundos com essas características (tendo em vista a revogação da Instrução CVM nº 555/14).

Nesse sentido, sugerimos que o atual art. 22 da Instrução CVM nº 555/14, especificamente, permaneça vigente até o início da vigência da nova resolução de ofertas públicas da CVM, permitindo a manutenção do registro automático dessas ofertas nesse intervalo de tempo.

Naturalmente, a presente sugestão tornar-se-ia não aplicável caso as duas resoluções (de fundos de investimento e de ofertas públicas) venham a ter sua vigência iniciada de forma concomitante ou no caso da resolução de ofertas públicas entrar em vigor antes da de fundos de investimento.

B. PROPOSTA DE REDAÇÃO

À luz do acima exposto, propõe-se que seja realizado ajuste de redação no art. 121, inciso XII da Resolução, que passaria a vigorar com a seguinte redação:

“Art. 121. Na data em que esta Resolução entrar em vigor, ficam revogadas: [...]

XII – a Instrução CVM nº 555, de 17 de dezembro de 2014, com exceção do seu art. 22, que permanecerá em vigor até a data de entrada em vigor da nova resolução da CVM que regulamentar as ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários;”

XV. INCLUSÃO DE ANEXO PARA OS FUNDOS DE ÍNDICE

Por fim, uma das solicitações ao mercado realizada pelo Edital de Audiência Pública diz respeito à existência de tipos ou categorias de fundos de investimento atualmente vigentes que, em função de sua natureza e de suas particularidades, mereceriam um tratamento diferenciado, sendo tratados em norma própria específica e, conseqüentemente, fora do arcabouço da norma objeto desta audiência pública.

A. COMENTÁRIO STOCHE FORBES

A esse respeito, entendemos que os chamados fundos de investimento em índice de mercado (“Fundos de Índice” ou “ETF”), atualmente regidos pela Instrução CVM nº 359, de 22 de janeiro de 2002, conforme alterada (“ICVM 359”), mereceriam também um destacamento em um novo Anexo Normativo da Resolução, sujeito às regras gerais dispostas na Resolução, mas com regras específicas detalhadas em novo diploma apartado incorporando a maioria das disposições da ICVM 359, no âmbito do esforço de revisão e consolidação dos atos normativos à luz do Decreto nº 10.139, de 2019.

Isso porque a atual ICVM 359 possui diversas regras específicas e peculiares aos Fundos de Índice que não encontram paralelo em outras regras aplicáveis aos fundos de investimento, como os critérios para aprovação do índice de referência (art. 2º, §2º da ICVM 359), vedação à cobrança de taxa de performance em razão do caráter passivo do fundo (art. 13, §4º da ICVM 359), procedimentos de integralização e resgate em ativos, considerando a concentração exigida em ativos do índice de referência (art. 18 da ICVM 359), regras sobre erros de aderência (art. 35 da ICVM 359), entre outras.

Por ser um fundo com características *sui generis*, constituído na forma de fundo de investimento aberto, mas com cotas necessariamente admitidas à negociação em mercado

secundário, em razão dos mecanismos de arbitragem para correção de erro de aderência, esse tipo de fundo merece tratamento específico em novo Anexo Normativo à Resolução.

Entretanto, considerando que a ICVM 359 é uma regra relativamente antiga, editada muito antes da vigência da Instrução CVM nº 555/14, e considerando o recente aumento do número de investidores e de Fundos de Índice estruturados no Brasil, uma modificação pontual ao atual arcabouço da ICVM 359 se faz necessário durante o esforço de consolidação desta regra em um novo Anexo Normativo da Resolução.

Trata-se, especificamente, do atual art. 58, §9º, da ICVM 359, que trata sobre os ativos financeiros admitidos à composição da carteira de um ETF. Referido dispositivo foi incluído pela Instrução CVM nº 537, de 16 de setembro de 2013 (“ICVM 537”), que tinha por objetivo permitir a aplicação de recursos dos Fundos de Índice em novas estratégias de investimento, especialmente permitindo a estruturação de ETFs que visassem refletir a variação de índices compilados a partir do retorno de carteiras de ativos de renda fixa³⁶.

Já no âmbito das discussões realizadas com o mercado no âmbito da audiência pública que precedeu a ICVM 537, a CVM recebeu pleitos de mercado para a inclusão da possibilidade de criação de ETFs brasileiros que replicassem o comportamento de índices de ativos do mercado internacional. À época se explorou, mais especificamente, o forte interesse na estruturação de ETFs locais cuja carteira seria composta por cotas de ETFs adquiridas no exterior que teriam por política de investimento a busca por refletir a rentabilidade de índices de referência internacionais.

Entretanto, apesar dos pleitos do mercado, a CVM optou, à época, por deixar a reforma da ICVM 359 para refletir as peculiaridades dos ETFs Internacionais para um segundo momento. Ocorre que, desde então, a ICVM 359 não passou por reforma específica para o tratamento da situação dos ETFs Internacionais, que seguiram sendo estruturados com base em pedidos específicos de dispensa de requisito normativo caso a caso, em especial o do art. 58, §9º, da ICVM 359, para permitir o ingresso de outros ativos financeiros internacionais nas carteiras desses fundos³⁷.

Mais recentemente, com o movimento constante de participantes de mercado no sentido de estimular a diversificação das carteiras de investimentos, especialmente para investidores em geral, com um foco específico em ativos internacionais, a indústria de ETF vem experimentando

³⁶ Conforme explicações constantes do Edital de Audiência Pública SDM Nº 08/12, que resultou na edição da ICVM 537. Disponível em: <file:///C:/Users/fgama/Downloads/sdm0812-edital.pdf>.

³⁷ Foi o caso, por exemplo, dos pedidos de registro do (i) iShares S&P500 Fundo de Investimento em Cotas de Fundo de Índice – Investimento no Exterior, analisado no âmbito do Processo RJ 2013-8492, julgado em 11/03/2014. Disponível em: http://conteudo.cvm.gov.br/decisoes/2014/20140311_R1/20140311_D09.html; e (ii) do IT Now S&P500 TRN Fundo de Índice, analisado no âmbito do Processo RJ2013/13357, julgado em 29/07/2014. Disponível em: http://conteudo.cvm.gov.br/decisoes/2014/20140729_R1/20140729_D02.html.

desenvolvimento exponencial, o que se traduz no número de ETFs Internacionais recentemente estruturados. Vale notar também o apetite maior de gestores brasileiros em montarem carteiras de ETF com o objetivo de comprar diretamente os ativos integrantes dos índices internacionais de referência, como se verifica no QR CME CF Bitcoin Reference Rate Fundo de Índice – Investimento No Exterior, na indústria de criptoativos.

Em outros países com mercados de ETF mais desenvolvidos, o movimento de diversificação das carteiras de fundos de índice é constante, com novos produtos sendo criados a medida que determinados setores ou ativos vão se desenvolvendo. Um exemplo desse movimento é a criação do KraneShares Global Carbon ETF, negociado na New York Stock Exchange (NYSE), que se utiliza de índice de comércio de licenças de emissão de carbono, a partir dos contratos futuros de crédito de carbono com maior liquidez como *benchmark*³⁸.

Nos últimos 2 (dois) anos os ETFs apresentam um dos maiores números de crescimento em volume negociado e número de investidores na B3, atingindo a marca de mais de R\$ 1,5 bilhões em média diária de volume negociado segundo o último relatório da B3³⁹. Números da B3 com data-base em fevereiro de 2021 dão conta de que mais de 287 mil investidores possuem posição em ETF hoje em custódia no Brasil, sendo mais de 284 mil pessoas físicas.

Esses dados demonstram a importância que a indústria vem angariando no mercado brasileiro, reforçando ainda mais a necessidade de estruturação de produtos e alternativas diversas para atender essa demanda do investidor por exposição internacional. Seguindo a linha da liberação para o investimento de investidores em geral sobre os certificados de depósito de valores mobiliários – BDR, promovida pela Resolução CVM nº 03/20, aliado ao importante movimento de extensão dos limites de investimento no exterior sugeridos pelo Edital de Audiência Pública, entendemos necessário também atualizar a lista de ativos elegíveis a comporem a carteira dos ETFs, de forma que as estruturas de ETFs Internacionais, em especial aquelas que investem diretamente nos ativos subjacentes, não necessitem mais passar por dispensas específicas das áreas técnicas da CVM e possam ser livremente estruturadas pelos participantes de mercado.

Logicamente, os índices de referência permanecerão sujeitos a todas as demais regras hoje dispostas na ICVM 359, de forma que a ampliação do rol de ativos financeiros elegíveis para a carteira de ETFs não trará qualquer aumento de riscos ao investidor final ou modificações abruptas na forma como tais produtos se estruturam e funcionam.

³⁸ Informações detalhadas disponíveis em: <https://kfafunds.com/krbn/>.

³⁹ Disponível em: http://www.b3.com.br/pt_br/produtos-e-servicos/negociacao/renda-variavel/etf/renda-variavel/boletim-mensal/.

A sugestão, nesse sentido, é que o rol de ativos financeiros elegíveis à carteira dos ETFs siga a mesma lista já indicada hoje aos fundos líquidos, que agora passarão a ser denominados fundos de investimento financeiro, conforme art. 2º do Anexo Normativo I sugerido pela CVM.

B. PROPOSTA DE REDAÇÃO

À luz do acima exposto, propõe-se que, quando da consolidação da atual ICVM 359 como um novo Anexo Normativo da Resolução, o dispositivo correspondente ao atual §9º do art. 58 da ICVM 359 passe a vigorar com a seguinte redação:

Art. 58. [...]

§9º Para fins dessa Instrução, serão admitidos quaisquer ativos financeiros ou ativos financeiros no exterior admitidos à composição da carteira de fundos de investimento financeiro, conforme definição constante do Anexo Normativo I a esta Resolução. ~~os seguintes ativos financeiros:~~

~~I— valores mobiliários ou outros ativos financeiros cuja oferta pública foi submetida a registro na CVM ou que tenham sido distribuídos com esforços restritos; e~~
~~II— títulos públicos de emissão do Tesouro Nacional.~~

* * *

Sendo o que havia para o momento, reiteram-se os votos de elevada estima e consideração e coloca-se à disposição para prestar quaisquer esclarecimentos adicionais que eventualmente se façam necessários.

Atenciosamente,

STOCHE FORBES ADVOGADOS