



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000

SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031

www.cvm.gov.br

RELATÓRIO DE ANÁLISE

Audiência Pública SDM nº 08/20 – Processo CVM nº 19957.009249/2019-28

Objeto: Novo marco regulatório para os fundos de investimento.

Introdução

Este relatório foi elaborado pela Superintendência de Desenvolvimento de Mercado – SDM, para resumir e consolidar as manifestações recebidas no âmbito da Audiência Pública SDM nº 08/20 (“AP 8/20”), bem como apresentar as respectivas respostas da CVM sobre elas¹.

A audiência pública recebeu comentários entre 1º de dezembro de 2020 e 15 de abril de 2021. A audiência teve como objeto a minuta de resolução (“Minuta”) que propôs novo marco regulatório para os fundos de investimento, sendo a Resolução editada uma norma composta por uma parte geral, aplicável a todos os fundos, independentemente de sua categoria, complementada por anexos normativos, cada qual especificamente aplicável a uma categoria específica² de fundo de investimento.

No âmbito da AP 8/20 foram apresentados os Anexos Normativos A e B, sendo o primeiro dedicado aos fundos de investimento financeiro (“FIF”)³ e o segundo aos fundos de investimento em direitos creditórios (“FIDC”). Já os demais anexos normativos, a serem incorporados na regra oportunamente, resultam do trabalho de revisão e consolidação de normas que a CVM conduziu em atenção ao Decreto nº 10.139, de 2019.

O projeto normativo que resultou na Minuta buscou repercutir e sistematizar as inovações introduzidas no ordenamento jurídico pela Lei nº 13.874, de 2019 – denominada Lei da Liberdade Econômica (“LLE”) –, promover modernizações na regulamentação que se mostram adequadas para o estágio de desenvolvimento da indústria de fundos brasileira e, a partir do trabalho de revisão e consolidação, aumentar o alinhamento das diferentes categorias de fundos em torno de boas práticas.

¹ Este relatório é um documento de cunho meramente informacional e acessório à Resolução editada. Ele não expressa necessariamente o entendimento do Colegiado da CVM quanto à correta interpretação e alcance da norma editada. Seu objetivo é subsidiar as discussões internas e promover transparência acerca do posicionamento da Autarquia em relação às sugestões recebidas na Audiência Pública.

² FIF, FIDC, FII, FIP, ETF, FMAI, FICART, FMP-FGTS, FUNCINE e FAPI. Fundos “previdenciários” e FIDC-PIPS possuem anexos próprios, dadas suas particularidades, mas não são categorias de fundos.

³ Fundos de investimento em ações, cambiais, multimercado e em renda fixa, até então disciplinados na Instrução CVM 555, de 2014.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

Em decorrência, a versão final da regra perfaz um único marco regulatório para todo o mercado de fundos de investimento, sendo que as matérias que usualmente são comuns a todos os fundos foram extraídas das regras esparsas dos produtos, de modo a serem padronizadas na regra geral.

O edital de audiência pública e as manifestações recebidas em resposta estão disponíveis na íntegra na [página da CVM](#) na rede mundial de computadores. Neste relatório, ao contrário da prática usual da SDM, optou-se por destacar apenas os principais tópicos comentados na audiência pública. Essa escolha decorreu do volume de manifestações recebidas, um recorde histórico: 92 manifestações oriundas de uma gama heterogênea de participantes, resultando em cerca de 2,4 mil páginas de comentários e sugestões recebidos do público.

Frise-se que essa estrutura mais executiva, que tem em conta a tomada de decisão do Colegiado da CVM, não significa desconsideração das manifestações não expressamente mencionadas neste relatório. Ao contrário, todas elas foram analisadas e subsidiaram a construção do texto final submetido ao Colegiado. Ainda no que se refere à elaboração deste relatório, sugestões relativas a alterações ortográficas foram levadas em consideração na elaboração da proposta definitiva de Resolução.

Para melhor resumir e comentar as sugestões recebidas, o relatório está organizado da seguinte forma:

1. Participantes da audiência pública	4
2. Comentários gerais.....	5
2.1 Escopo da reforma.....	5
2.2 Liberdade econômica e o mandato legal da CVM	6
2.3 Terminologia	7
2.4 Regime informacional	8
2.5 Lei Geral de Proteção de Dados – LGPD	9
2.6 Pessoas naturais.....	10
3 Resolução (regra geral)	11
3.1 Alcance (art. 2º).....	11
3.2 Classe de cotas (art. 5º)	12
3.2.1 Separação patrimonial (art. 5º, caput)	12
3.2.2 Categorização (art. 5º, § 1º).....	13
3.2.3 Subclasses de cotas (art. 5º, §§ 5º e 6º)	15
3.3 Responsabilidade dos cotistas (art. 6º, § 3º, e art. 18).....	17
3.4 Fundos socioambientais (arts.49 e 60)	20



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

3.5 Gestão de liquidez (art. 92) **Erro! Indicador não definido.**

3.7 Remuneração dos prestadores de serviços (art. 48, § 1º, VII, e § 2º, XI, e art. 56, IV)**Erro!**

Indicador não definido.

3.8 Capital autorizado (art. 48, § 2º, VII)..... **Erro! Indicador não definido.**

3.9 Retenção de risco – utilização de ativos da carteira (art. 86, §§ 1º e 2º)..... 25

3.10 Demonstrações contábeis (art. 67, § 1º, e art. 69) 25

3.11 Assembleia de cotistas (art. 70) 27

3.12 Conflito de Interesses (art. 78) 30

3.13 Responsabilidade dos prestadores de serviços (art. 81) 31

3.14 Contratação de serviços (arts. 83 e 85) 34

3.15 Dever de fiscalizar (arts. 81 e 83, § 5º, II) 35

3.16 Encargos (art. 117) 37

3.17 Patrimônio líquido negativo (art. 122) 44

3.18 Insolvência (arts. 122, § 4º, IV, 123 e 125, caput) 47

3.19 Insider Trading 49

3.20 Transição (arts. 120-A a 122) 49



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

1. Participantes da audiência pública

Os seguintes participantes encaminharam contribuições à audiência pública: (i) ABCD – Associação Brasileira de Crédito Digital; (ii) ABIPAG – Associação Brasileira de Instituições de Pagamento; (iii) ABRAPP – Associação Brasileira de Entidades Fechadas de Previdência Complementar; (iv) ABVCAP – Associação Brasileira de Private Equity e Venture Capital; (v) Aida Maria Cueva; (vi) Al Nebrand; (vii) Alberto Garcia Roche; (viii) ANBIMA – Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais, (ix) ANCORD – Associação Nacional das Corretoras de Valores; (x) André Luis Ferreira da Silva Bacci; (xi) ANFIDC – Associação Nacional dos Participantes em FIDC Multicedentes e Multissacados; (xii) B3 – Brasil, Bolsa, Balcão; (xiii) Barcellos Tucunduva Advogados; (xiv) Benzecry & Pitta Advocacia Especializada; (xv) BID – Grupo BID e Madrona Advogados; (xvi) Bitrust Custódia de Ativos Digitais; (xvii) BlackRock Brasil; (xviii) BlueGriffin Gestão de Recursos; (xix) Bocater Advogados; (xx) Böing Gleich Advogados; (xxi) Captalys Gestão; (xxii) Cascione Advogados; (xxiii) CERC – Central de Recebíveis; (xxiv) CFA Brazil – Associação CFA do Brasil; (xxv) CRDC – Central de Registro de Direitos Creditórios; (xxvi) CEM/USP – Centro de Estudos do Mercado Financeiro e de Capitais da USP; (xxvii) Cescon Barriou Advogados; (xxviii) Chediak Advogados; (xxix) Cristiano; (xxx) Cultinvest Asset Management; (xxxi) Empiricus e Vitreo – Empiricus Research Publicações e Vitreo DTVM, em conjunto; (xxxii) Endeavor Brasil; (xxxiii) Equipe de Pesquisadores Fabio Lupo e outros (“FABIO LUPO”); (xxxiv) FEBRAFITE – Federação Brasileira de Associações de Fiscais de Tributos Estaduais; (xxxv) Felipe Oliveira Monteiro; (xxxvi) Felipe von Zuben; (xxxvii) FENAPREVI – Federação Nacional de Previdência Privada e Vida; (xxxviii) FM Derraik Advogados; (xxxix) Freitas Leite Advogados; (xl) Frigo & Felske Advogados; (xli) Gabriel Gonçalves dos Santos; (xlii) Gabriel Gutfilen Schlesinger; (xliii) Geo Capital Gestora de Recursos; (xliv) Grupo de Gestores; (xlv) Hedge e RBR – Hedge Inv. Real Estate Gestão de Recursos e RBR Gestão de Recursos, em conjunto; (xlvi) Henrique Campos; (xlvii) HSI – Hemisfério Sul Investimentos; (xlviii) Interlink Consultoria de Mercado de Capitais; (xlix) Itaú Unibanco; (l) João Vilas Boas; (li) Jose Pedro Brandão; (lii) Kobold Gestora de Fundos; (liii) Koga Advogados; (liv) LAB – GT Instrumentos Financeiros e Investimento de Impacto e GT Finanças Verdes; (lv) Leonardo Ferreira; (lvi) Liberum Ratings; (lvii) Luiz Claudio; (lviii) Luiz Henrique Ribeiro D’Arede; (lix) Machado Meyer Advogados; (lx) Marcos Soares; (lxi) Mattos Filho Advogados; (lxii) Moody’s América Latina; (lxiii) Moreira Menezes, Martins Advogados; (lxiv) Negrão, Ferrari & Associados Advogados; (lxv) OAB – Comissão Especial de Mercado de Capitais do Conselho Federal da OAB; (lxvi) Orlando Faria; (lxvii) Pinheiro Guimarães Advogados; (lxviii) Pinheiro Neto Advogados; (lxix) PREVI – Caixa de Assistência dos Funcionários do Banco do Brasil; (lxx) Renan Alberto Ulrich; (lxxi) Renato de Mello Gomes dos Santos; (lxxii) Renato Moraes Silva; (lxxiii) Ricardo Ratner Rochman; (lxxiv) RJI – RJI CTVM e RJI Gestão &



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

Investimentos, em conjunto; (lxxv) Rodolfo Carlos Zenere; (lxxvi) Rodrigo Abdalla de Vasconcelos; (lxxvii) Saback Dau & Bokel Advogados; (lxxviii) Sandromar Kich; (lxxix) SEAE – Secretaria de Advocacia da Concorrência e Competitividade do Ministério da Economia; (lxxx) Silvana Siqueira; (lxxxi) SINFAC-SP; (lxxxii) Solis Investimentos; (lxxxiii) Sparta Administradora de Recursos; (lxxxiv) Stocche Forbes Advogados; (lxxxv) TAG Infraestrutura de Mercado; (lxxxvi) Tercon Investimentos; (lxxxvii) Trigon Capital; (lxxxviii) Uqbar Educação e Informação Financeira; (lxxxix) VBSO – Vaz, Buranello, Shingaki e Oioli Advogados; (xc) Velloza Advogados; (xci) Vidigal Neto Advogados; e (xcii) Vieira Rezende Advogados.

2. Comentários gerais

Inicialmente, cabe deixar registrado que a presente audiência recebeu cerca de quatro mil comentários e sugestões, com destaque para ANBIMA, Vidigal Neto e a manifestação conjunta de ABVCAP, Grupo de Gestores e Mattos Filho, participantes que comentaram grande parte da Minuta, alcançando a parte geral e os anexos referentes aos FIF e aos FIDC.

Parcela significativa das sugestões diz respeito a propostas pontuais de correções e aprimoramentos textuais. Isto posto, embora o presente relatório contenha poucas menções a alterações de cunho redacional, ao longo de toda a Resolução podem ser encontradas passagens que foram aprimoradas em função de sugestões e observações feitas pelos participantes da audiência pública, que não necessariamente são mencionados neste relatório.

2.1 Escopo da reforma

Complexo por natureza, o projeto normativo teve 5 diretrizes. A principal diretriz foi a adaptação da regulamentação à LLE, o que foi feito principalmente por meio de alterações na Instrução CVM 555, de 2014, que constituía uma espécie de regra geral dos fundos de investimento, por ser subsidiariamente aplicável às regras específicas dos demais tipos de fundo.

A segunda diretriz foi a incorporação da jurisprudência administrativa sobre as questões relacionadas aos fundos e o alinhamento a recomendações e práticas internacionais, alcançando determinadas matérias em específico.

A terceira diretriz decorreu da incorporação das sugestões recebidas de agentes do mercado ao longo da vigência da regulamentação anterior, sobretudo a partir do Projeto Estratégico de Redução dos Custos de Observância promovido pela Autarquia, no que se refere aos fundos de investimento.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

A quarta diretriz foi a reforma dos FIDC, até então disciplinados na Instrução CVM 356, de 2001, uma ação que já se encontrava em andamento quando da publicação da LLE, mas que, em função da sua publicação, foi suspensa para, posteriormente, integrar essa audiência pública.

Por fim, a quinta diretriz promover as alterações necessárias decorrentes do Decreto nº 10.139, de 2019, por força do qual todas as normas da CVM foram objeto de revisão e consolidação.

As sugestões da audiência pública sem aderência a qualquer diretriz foram, em regra, arquivadas para análise futura, independentemente de seu conteúdo ou mérito, assim como foram desconsideradas as manifestações fora do escopo da audiência pública. Parte das sugestões ora não analisadas poderá vir a subsidiar outros projetos normativos, tais como os relacionados ao regime informacional dos fundos ou à flexibilização de produtos para o público em geral. As poucas exceções dizem respeito a alterações pontuais, para as quais é possível identificar precisa e claramente um benefício e que, dada suas características, podem ser levadas adiante sem prévia submissão ao debate público.

2.2 Liberdade econômica e o mandato legal da CVM

A partir dos ditames da LLE, seja a partir do espírito liberal da lei ou das regras especificamente destinadas aos fundos de investimento, por vezes a solução regulatória proposta foi apontada por participante como descabida, ou mesmo **contra legis**, pois representaria uma restrição à liberdade econômica, ao livre funcionamento do mercado de capitais.

O mais eficiente mercado é aquele que funciona livremente, sem interferências na formação de preços, dado que assim origina o maior bem-estar possível para a sociedade como um todo. Ocorre, porém, que existem falhas de mercado, hipóteses factuais nas quais o livre mercado deixa de ser a solução mais eficiente e que, portanto, podem requerer alguma atenção extraordinária da sociedade, por meio de um regulador.

O art. 4º da Lei 6.385, de 1976, consubstancia essa parte da teoria microeconômica no direito brasileiro ao reconhecer a existência de falhas no mercado de valores mobiliários e determinar que a CVM deve atuar em diversas hipóteses com o fim de estimular o desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro, por meio de ações que contribuam para que ele seja o mais eficiente possível na alocação de recursos da poupança pública.

Ou seja, a legislação específica do mercado de valores mobiliários impõe à CVM o poder-dever de interferir no livre funcionamento desse mercado, desde que de modo condizente com seu mandato



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

legal. Naturalmente, isso não representa uma liberalidade para que a atuação da Autarquia desconsidere outras leis ou disciplinas jurídicas, dentre as quais a LLE, de forma que, em sua atuação, a CVM deve fazer uso sistematizado de toda a legislação aplicável.

2.3 Terminologia

Foram apresentadas diversas sugestões relacionadas à terminologia adotada na norma, notadamente no tocante à utilização dos termos “classe de cotas”, “regulamento” e “subclasse”. As sugestões mais comuns foram no sentido de aumentar a padronização e de serem feitas mais referências expressas a anexos e apêndices de regulamentos, assim como à classe de cotas, essa última usualmente em substituição ao fundo de investimento como agente de direitos e obrigações.

A terminologia adotada na norma deriva dos comandos contidos no Código Civil, uma regraregra de hierarquia normativa superior, dentre os quais o art. 1.368-D, III, por força do qual o regulamento do fundo de investimento pode prever a existência de “*classes de cotas com direitos e obrigações distintos, com possibilidade de constituir patrimônio segregado para cada classe*”. Considerando que ativos e passivos estão relacionados ao patrimônio da classe de cotas, optou-se por fazer referência às classes enquanto estrutura operacional, conceito que alcança o fundo de investimento que não possui diferentes classes de cotas (classe única).

Por conseguinte, foi acatada sugestão da ANBIMA de inclusão de novos dispositivos, consubstanciados nos incisos do parágrafo único do art. 3º da parte geral da Resolução, dedicados a esclarecer que: (i) as menções ao fundo alcançam as classes de cotas (que são as estruturas por meio das quais as políticas de investimento se materializam); (ii) as referências à classe alcançam o fundo que emite cotas em classe única; e (iii) as referências ao regulamento no âmbito da resolução englobam seus anexos (descritivos das classes) e apêndices (das subclasses), caso existentes.

Já no que tange às subclasses, considerando que se caracterizam pela existência de ativos compartilhados por todos os cotistas da classe, mas passivos diferenciados, optou-se por incluir menções expressas às subclasses ao longo de toda a regra, quando identificada a necessidade de demarcar de modo mais preciso o alcance do dispositivo.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

2.4 Regime informacional

ABVCAP, ANBIMA, ANFIDC, CRDC, Uqbar, Solis, Trigono Capital e Grupo de Gestores fizeram sugestões com relação a aprimoramentos no conteúdo de documentos que integram o regime informacional dos FIF e FIDC.

A aplicação da regulamentação anterior pelo mercado também originou pontos de atenção para a CVM. Nesse sentido, destaque-se uma antiga demanda dos gestores de recursos, apresentada à CVM por um grupo de 14 gestores em forma de pedido de dispensa de requisitos⁴, especificamente referente aos FIF, no sentido de modificar a dinâmica temporal e operacional da prestação de informações sobre a composição e diversificação da carteira de ativos. O pleito fundamenta-se no fato de que ferramentas tecnológicas têm sido capazes de desvendar informações sigilosas, comprometendo as estratégias dos gestores.

Já no tocante aos FIDC, cabe ressaltar proposta da ANBIMA no sentido de se criar um regime informacional mais completo e ampliado em relação ao regime ordinário de informações, que teria como contrapartida a possibilidade de extrapolação de limites de concentração da carteira de direitos creditórios.

O Projeto Estratégico de Redução de Custos de Observância da CVM também recebeu uma série de sugestões do mercado no tocante a alterações no regime informacional de fundos de diferentes categorias. A propósito, ressalte-se a sugestão de eliminar o extrato de conta dos FIF⁵, um documento de envio mensal aos cotistas reportando basicamente a evolução de seu patrimônio investido no fundo.

Em regra, as sugestões relacionadas ao regime informacional não foram analisadas no âmbito desta audiência pública, independentemente de seu mérito ou pertinência temática, haja vista que se encontra em andamento projeto normativo destinado a modernizar o sistema de informações da indústria de fundos de investimento como um todo. É esperado que a modernização da regulamentação dos fundos venha a ter continuidade por meio de projetos dedicados a essa matéria, de modo que as sugestões não foram descartadas, exatamente, mas sua análise postergada.

⁴ Doc. CVM 1448028.

⁵ Doc. CVM 0729920.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

De todo modo, no que se refere ao ponto específico dos gestores sobre a composição da carteira de ativos, optou-se por inicialmente promover uma alteração experimental e temporária, a ser futuramente avaliada com base em seus resultados.

Desse modo, foi incluído dispositivo na Resolução (art. 139), como o fim de atualizar as referências da Resolução CVM 172, de 2022, norma que prevê, em caráter experimental, a possibilidade de que determinados fundos de ações omitam, por até 180 dias, a identificação e a quantidade de valores mobiliários no demonstrativo de composição e diversificação de carteira, sem necessidade de enviar solicitação à CVM para promover a ocultação.

Já no que se refere à supressão do extrato de conta de FIF, a opção foi adotar a solução já vigente para os FIDC, por meio da qual o administrador fica dispensado da disponibilização do extrato para os cotistas que assim concordarem. Alternativamente, caso o administrador mantenha um extrato eletrônico disponível na internet para consulta dos cotistas, que os permitam acompanhar seus investimentos, fica dispensado do envio do extrato em bases periódicas.

2.5 Lei Geral de Proteção de Dados – LGPD

A audiência pública recebeu alguns apontamentos relacionados à aplicação da LGPD no âmbito da rotina dos fundos de investimento, relacionados ao trânsito de dados de investidores pessoas naturais, decorrente, por exemplo, do compartilhamento de informações entre o administrador e o escriturador para fins de registro do cotista ou da necessidade de algum cotista conhecer os demais cotistas para fins de exercício de algum interesse legítimo.

Conforme previsto no art. 7º, II, da Lei 13.709, de 2018, o cumprimento de obrigação regulatória permite que o controlador dos dados os compartilhe com terceiros, de forma que os agentes envolvidos na operação do fundo não cometem infração ao agirem em cumprimento da regulamentação de mercado.

Isto posto, bem como considerando que a LGPD já dispõe expressamente sobre as (demais) hipóteses nas quais os dados podem ser tratados por quem os controla, não se considera necessário que a regulamentação dos fundos verse sobre a matéria, de maneira que sugestões nesse sentido não foram acatadas.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

2.6 Pessoas naturais

A audiência pública recebeu manifestações de 25 pessoas naturais. Em regra, essas manifestações giraram em torno da flexibilização de investimentos para o público em geral, comumente denominado “varejo”, e da redução de custos relacionados às distribuições públicas de cotas de fundos fechados.

André Luis Bacci fez sugestões sobre temas diversos, tais como a estrutura de classes e segregação patrimonial e regras de transição para o regime de responsabilidade limitada dos cotistas. Alberto Garcia Roche alertou para as hipóteses em que a gestão da carteira não é profissional, nos termos da Resolução CVM 21, de 2021. Felipe Monteiro sugeriu a abertura dos fundos hoje restritos a investidores qualificados ao investidor comum, especialmente os fundos com exposição a mercados estrangeiros.

Inicialmente, é oportuno informar que já teve início uma revisão de produtos destinados a investidores de varejo e do conceito de investidor qualificado, nos termos da Agenda Regulatória da CVM. Nesse mesmo sentido, a flexibilização de investimentos do público em geral nos FIDC já foi proposta no âmbito da presente audiência pública e, preservados alguns requisitos, mantida no Anexo Normativo II, que disciplina o produto.

As manifestações menos conceituais, que lidam com matérias específicas, são respondidas nas seções que tratam das respectivas matérias.

Determinadas sugestões, embora meritórias, dizem respeito a matérias que não fazem parte do escopo da presente audiência pública, tais como a portabilidade de investimentos, ou não estão sob a competência da CVM, tais como o tratamento tributário dos fundos. Essas manifestações, entretanto, servem de insumo para projetos normativos futuros, bem como podem ser utilizadas pela CVM na interlocução com outros agentes.

Cabe informar que se encontra em estágio inicial na CVM projeto dedicado a melhorar a sistemática de transferência de posições de custódia de investidores, o que na prática do mercado de capitais significa facilitar a portabilidade de investimentos.

Finalmente, cabe destacar que o alerta de Alberto Garcia Roche foi útil para refinar a regra, bem como, em atenção à manifestação de Felipe Monteiro, salientar que nos FIF as aplicações das classes de cotas em ativos financeiros no exterior foram mais flexibilizadas em relação ao regime anterior.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

3 Resolução (regra geral)

3.1 Alcance (art. 2º)

ANBIMA, B3, ABVCAP, Matos Filho, Grupo de Gestores e HSI sugeriram alterações visando uma maior especificação acerca do alcance da norma. As sugestões de ANBIMA alcançaram os anexos normativos da Resolução, que por regra conteriam o alerta de que as regras do anexo são aplicáveis somente à categoria de fundo que o anexo disciplina. ABVCAP, Grupo de Gestores e Mattos Filho fizeram sugestões para disciplinar de modo mais expresso a forma de interação entre a parte geral da Resolução e as regras específicas por categoria de fundo, notadamente no que se refere à vigência da norma.

Endeavor Brasil e FM Derraik fazem sugestões de aprimoramento na regulamentação aplicável aos fundos de investimento em participações, notadamente no que diz respeito a participação dos fundos no processo decisório das companhias investidas.

Inicialmente, cabe esclarecer que não haverá conflito ou lapso temporal entre as disposições da Resolução e das normas específicas que disciplinam as diferentes categorias de fundos de investimento, na medida em que a vigência da parte geral terá início em 3 de abril de 2023, quando, então, todos os anexos normativos terão sido incorporados à Resolução.

Frise-se, ainda nesse sentido, que o prazo para finalizar a adaptação dos fundos em funcionamento quando da publicação da norma é único para toda a indústria: até 31 de dezembro de 2024.

A redação da norma foi alterada para deixar explícito que a Resolução contém uma parte geral, aplicável a todos os fundos, complementada por anexos normativos, que estabelecem as regras específicas de cada categoria de fundo (art. 2º).

As sugestões de ANBIMA e B3 foram contempladas no parágrafo único do art. 3º, que é voltado à facilitação da compreensão da norma. A sugestão de HSI foi acolhida, a título de clarificação do princípio hermenêutico, de modo que a norma dispõe expressamente que, em caso de conflito, prevalecem as regras específicas (art. 2º, parágrafo único). Tal expediente, entretanto, não foi replicado nos anexos normativos que tratam das diferentes categorias de fundos, para se evitar redundâncias.

Quanto às sugestões de Endeavor Brasil e FM Derraik, embora não tenham sido acolhidas, dado que o projeto normativo não cuida das especificidades dos FIP, foram arquivadas como insumo para projeto normativo futuro.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

3.2 Classe de cotas (art. 5º)

3.2.1 Separação patrimonial (art. 5º, caput)

André Barsi sugere que o mesmo patrimônio segregado possa deter mais de uma classe de cotas, por entender que a estrutura “Fundo > Patrimônio Segregado > Classe de Cotas” é mais aderente à LLE. Como solução operacional, defende a utilização de CNPJ-filial por cada patrimônio segregado.

Em nome da redução dos custos de observância regulatória com escrituração contábil e auditorias independentes, HSI defende facultar ao administrador, em conjunto com o gestor, estabelecer ou não o patrimônio segregado, desde que exista interesse comum e indissociável entre os investidores das diversas classes de cotas. Argumenta que a criação de diferentes classes de cotas pode ter por objetivo apenas caráter gerencial de distinção de teses e políticas de investimento, não configurando cada classe um veículo de investimento distinto.

Böing Gleich argumenta que a LLE claramente definiu a segregação de patrimônio como uma opção dos prestadores de serviços essenciais e dos cotistas quando da elaboração do regulamento do fundo, conforme inciso III do art. 1.368-D introduzido pela lei no Código Civil.

Com relação à manifestação de André Barsi, cabe informar que a solução CNPJ-filial para as classes de cotas foi estudada e descartada após interações com o mercado e a Secretaria da Receita Federal. É oportuno lembrar que os patrimônios separados não são veículos de investimento coletivo, mas sim entes despersonalizados. Ademais, não possuirão CNPJ – as classes, sim.

Quanto à manifestação de Böing Gleich, em relação à questão formal, entende-se que a escolha da CVM sobre a matéria resta amparada pela combinação entre o § 2º do art. 1.368-C e o **caput** do art. 1.368-D do Código Civil, ambos introduzidos pela LLE; e, sob uma perspectiva material, destaque-se que existe a possibilidade de se constituírem fundos em classe única, com diferenciações nas subclasses.

A opção da regulamentação foi por manter a estrutura proposta na Minuta, na qual, em existindo diferentes classes de cotas, o fundo de investimento em si não possui um patrimônio próprio. Essa escolha deriva do entendimento de que o instituto da segregação patrimonial entre as classes de cotas, uma das inovações da LLE que viabilizam a modernização do mercado de fundos, ficaria fragilizado caso existisse patrimônio compartilhado entre as classes. Essa opção por requerer que as classes tenham patrimônio segregado supera a sugestão de HSI.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

3.2.2 Categorização (art. 5º, § 1º)

ANBIMA, ANFIDC, Blackrock, Chediak, Grupo de Gestores, HSI, Mattos Filho, Stocche Forbes e Velloza se manifestaram no sentido de que possam existir fundos de investimento que contem com classes de diferentes categorias. Em linha gerais, o argumento girou em torno da existência de segregação patrimonial entre as classes de cotas, o que tornaria imaterial uma restrição que reduz a eficiência do mercado.

ANBIMA adicionalmente argumenta que o requerimento de aderência das classes à categoria do fundo deriva de preocupações de natureza tributária, devendo a regulamentação da CVM lidar somente com as questões atinentes ao mercado de capitais, e, assim, sugere que a regulamentação de mercado já fique preparada para recepcionar futuras alterações nas regras tributárias.

Chediak aponta que questões relativas a matérias tributárias não deveriam impactar a tomada de decisão no âmbito da regulamentação de mercado. Benzecry & Pitta, por seu turno, destaca o necessário alinhamento entre a CVM e a Receita Federal no tocante à tributação dos fundos, posto que seria muito danoso ao mercado que um fundo de investimento que hoje possui o tratamento tributário de condomínio fechado, por vir a se adaptar optando por um regime híbrido, onde classes abertas e fechadas coexistem, acabe por ter as classes fechadas tributadas com o “come-cotas”, por exemplo.

Em uma abordagem mais formal, em pequena escala, foi apontado que a restrição representada pela aderência da categoria da classe ao fundo não está prevista na lei, de forma que não deve prosperar.

As regras para os fundos de investimento – conforme introduzidas no ordenamento jurídico pela LLE – configuram uma inovação relevante para esse segmento de mercado, que atualmente conta com cerca de 27 mil fundos, 35 milhões de contas e R\$ 7,5 trilhões de patrimônio líquido. A regulamentação de mercado tem o desafio de não obstar o florescimento da inovação nesse robusto mercado, ao mesmo tempo em que deve atuar em prol da adequada proteção ao público investidor.

Note-se que o texto legal que permitiu o advento das classes de cotas o fez com atenção à necessidade de a CVM regulamentar a matéria. O art. 1.368-D do Código Civil deixa claro que o legislador vislumbrou a existência de preocupações associadas ao mandato legal da CVM, que, na prática, podem justificar limitações impostas pelo regulador de mercado à livre constituição de fundos de investimento. É razoável que assim seja, haja vista que o regulador possui a missão de zelar pela manutenção da higidez e do funcionamento eficiente de um mercado volumoso, diverso e sofisticado.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

O cumprimento da referida missão pela CVM não requer somente uma plataforma regulatória adequada à atuação dos agentes econômicos, mas também que a CVM execute rotinas de monitoramento, supervisão e análises de risco, que, por exigirem o recolhimento de dados padronizados da indústria, podem ter sua eficiência reduzida caso o fundo deixe de ser um catalisador de teses de investimentos semelhantes e, assim, um indicativo de determinada política de investimentos.

Seguindo a mesma lógica, olhando pela ótica dos investidores que constituem o público em geral e requerem maior atenção da CVM, a coexistência no mesmo fundo de classes dedicadas à aplicação em ativos absolutamente diferentes pode ser enganosa e, no limite, representar uma perda de transparência.

A possibilidade de convivência de classes de diferentes categorias na mesma estrutura pode representar, ainda, incerteza em relação à tributação dos investimentos, dado que as regras fiscais atualmente em vigor, que não reconhecem a existência das classes de cotas, tributam rendimentos ou ganhos atinentes a investimentos em fundos (não em classes) em função de sua categoria. Note-se que não se trata somente da existência de um risco para os investidores, mas de ser um risco de difícil percepção, mensuração e gerenciamento.

Diante do cenário acima exposto, optou-se por uma solução que atende parcialmente aos comentários. Assim, foi mantida a sistemática de atribuir uma categoria ao fundo de investimento e requerer que as classes pertençam à mesma categoria, mas a *categoria*, conforme definição que passa a constar da na regra (art. 3º, VIII), se vincula ao anexo normativo utilizado.

A solução adotada permite – por exemplo – que um mesmo FIF possua classes de diferentes tipos, desde que todas as classes sejam da categoria FIF. Nesse caso, a denominação do fundo indicará se tratar de um FIF e a denominação de cada classe de cotas indicará seu tipo (ações, cambial, multimercado, renda fixa). Em complemento, com vistas a mitigar o risco já mencionado, existe um dispositivo principiológico (art. 5º, § 1º) vedando a constituição de classes que alterem o tratamento tributário pertinente ao fundo ou suas demais classes de cotas.

Por oportuno, ainda no que se refere ao tratamento tributário referente ao fundo, cabe ressaltar que, por conta da segregação patrimonial, inexistente razão para que a regulamentação de mercado vede a constituição de classes abertas e fechadas ligadas a um mesmo fundo de investimento. Todavia, a



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

inexistência de vedação não tem o condão de autorizar a existência de classes que alterem o tratamento tributário pertinente ao fundo e às demais classes.

3.2.3 Subclasses de cotas (art. 5º, §§ 5º e 6º)

ANBIMA propõe uma flexibilização da exigência de que as classes sejam abertas ou fechadas, isto é, sugerem que ambos os regimes, aberto e fechado, possam coexistir em subclasses da mesma classe de cotas, em um regime híbrido. O argumento central foi no sentido de que podem existir estruturas, legítimas, nas quais seria mais eficiente que subclasses abertas e fechadas coexistissem, sem que tal coexistência necessariamente represente um risco para a proteção dos investidores. A associação sugere, ainda, que a subclasse possa fazer contratações em seu nome e, até mesmo em decorrência disso, possua despesas próprias.

Grupo de Gestores e Mattos Filho defendem que a norma permita expressamente a divisão das classes dos fundos de investimento em subclasses com características distintas, de forma que essa faculdade possa ser aproveitada por todas as categorias de fundos. HSI destaca a necessidade de se prever a fórmula de cálculo da cota da subclasse; ANBIMA alerta que pode haver matérias de deliberação exclusiva dos cotistas da subclasse; e Empiricus/Vitreio lembra que as subclasses devem poder se diferenciar também em função do público-alvo.

Por fim, ANBIMA, frequentemente, e alguns outros participantes, esses de modo mais pontual, expõem uma necessidade de se efetuar ajustes ou acréscimos redacionais, em diferentes passagens da regra, para fins de uma maior clareza quanto à sua aplicação sobre as subclasses.

Inicialmente, note-se que subclasses não são formal ou operacionalmente estruturas autônomas, não possuindo patrimônio e nem CNPJ próprios, de modo que um regime híbrido implicaria na utilização do mesmo patrimônio para garantir a liquidez de uma parcela dos condôminos somente. Essa coexistência de investidores que podem resgatar suas cotas com outros que não podem fazê-lo gera preocupações que não foram suficientemente enfrentadas pelo participante, tais como – exemplo mais óbvio – a possibilidade de transferência indevida de riqueza entre cotistas, com os cotistas da subclasse aberta saindo da classe pela venda dos ativos mais líquidos.

Ademais, tendo em vista que as subclasses da mesma classe poderão ser destinadas a públicos diferentes, existe assimetria educacional e de capacidade analítica e operacional entre os investidores,



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

o que se traduz em potencial falha de mercado, mais difícil de ser gerenciada caso somente uma parcela dos cotistas puder acessar o patrimônio em comum.

A existência da classe híbrida traz também preocupações relacionadas à incidência das regras tributárias sobre os cotistas, haja vista que regimes abertos e fechados estão sujeitos a regimes tributários diferentes. A coexistência de subclasses abertas e fechadas implicaria atualmente em sistemas tributários diferentes sendo aplicados à mesma classe de cotas (classes abertas sofrem “come-cotas”). Embora matérias fora do perímetro regulatório da CVM de fato não devam ser determinantes para sua decisão normativa, no caso concreto a matéria envolve risco extra mercado para os investidores e, portanto, deve ser considerada na tomada de decisão regulatória.

É importante destacar que, em que pese a eventual existência de restrições decorrentes das regras tributárias, a regulamentação de mercado não veda que classes abertas e fechadas de um mesmo fundo apliquem recursos nos mesmos ativos, possuindo, contudo, passivos e mesmo prestadores de serviços diferentes (à exceção dos *essenciais*). Esse arranjo emula em certa medida a estrutura encontrada nos mercados mais maduros, e só foi tornada possível pela LLE. O fato de esse arranjo ocorrer nas classes, e não nas subclasses, não inviabiliza a estrutura (que até hoje tem sido utilizada no mercado brasileiro por meio dos fundos de cotas). O fundamento da escolha é o fato de a segregação patrimonial se dar nas classes de cotas, por força de lei.

Diante de todo o acima exposto, a escolha pela inexistência de classes com regime híbrido se apresenta como uma escolha mais segura por parte da regulamentação, notadamente num momento que de fato requererá segurança para a atuação dos agentes de mercado.

As manifestações de ANBIMA (assembleia), HSI (valor da cota) e Empiricus/Vitreo (público-alvo) foram acatadas. Ademais, em atenção ao Grupo de Gestores e Mattos Filho, cabe informar que a parte geral da Resolução prevê expressamente a existência das subclasses, estabelecendo as matérias que podem ser diferenciadas dentro de uma mesma classe (art. 5º, § 5º), em todas as categorias de fundos; e os Anexos Normativos podem trazer outras diferenciações, complementando a parte geral da Resolução. Ademais, foi incluída a possibilidade de o regulamento da classe restrita dispor livremente sobre a diferenciação de direitos econômicos e políticos entre as subclasses de cotas (art. 5º, § 6º).

Retornando à manifestação da ANBIMA, considerando que as diferentes subclasses compartilham uma única carteira de ativos, a atribuição de serviços e, por decorrência, encargos diferentes para cada subclasse de cotas implicaria em um mesmo patrimônio financiando diferentes



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

estruturas de custos, uma hipótese que é conveniente evitar, dado seu grande potencial em implicar em transferência indevida de riqueza entre cotistas.

Foram em grande parte acatadas as sugestões de refinamento textual no tocante às referências às subclasses. Nesse sentido, registre-se que *subclasse* é um elemento do conjunto das *classes*, de modo que as referências às classes na norma em regra alcançam também suas subclasses – sempre, claro, no que couber. Quando ambas são citadas na norma é para fins de facilitação para o usuário, em passagens que poderiam gerar incertezas.

3.3 Responsabilidade dos cotistas (arts. 6º, § 3º, e 18)

ABRAPP, ABVCAP, ANFIDC, OAB, Bluegriffin, HSI, Grupo de Gestores, Barcellos Tucunduva, Bocater, Böing Gleich, Cascione, Cescon Barrieu, Chediak, Machado Meyer, Mattos Filho, Menezes Martins, Negrão Ferrari, Stocche Forbes, Vellozo e Vidigal Neto sugerem eliminar a restrição a que fundos exclusivos contem com responsabilidade ilimitada de seus cotistas. O argumento comum, em suma, gira em torno da ideia de que a lei permite a estrutura, não cabendo à regulamentação veda-la.

BID sustenta que a limitação absoluta da responsabilidade dos cotistas pode criar iniquidades, lesivas para credores de boa-fé. Sugere à CVM que a aplicação da legislação sobre desconsideração da personalidade jurídica seja estendida aos fundos de investimento, propondo a inclusão de um dispositivo nesse sentido. Assim, defende que na hipótese de um cotista fazer uso irregular do fundo, seja por meio de efetivo abuso de finalidade jurídica, desvio de finalidade ou confusão patrimonial, deve então levar ao afastamento da limitação da responsabilidade, sempre pela via judicial.

Blackrock e, em conjunto, ABVCAP, Grupo de Gestores e Mattos Filho sugeriram fazer com que, como padrão, a responsabilidade dos cotistas perante a classe de cotas fosse limitada.

BlueGriffin propõe a inclusão de dispositivo afastando a limitação de responsabilidade em caso de fraude ou abuso de direito por parte dos cotistas.

RJI entende que a limitação da responsabilidade dos cotistas não deveria alcançar o não pagamento de encargos do fundo, nem tampouco aumentar os riscos dos prestadores de serviços.

Cascione defende que o administrador responda subsidiariamente por eventual patrimônio líquido negativo, em hipóteses especificamente apresentadas em sua manifestação. A ideia central seria utilizar a regulamentação de mercado de modo instrumental, no intuito de desmotivar o investidor a,



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

como padrão de atuação, demandar a responsabilização solidária do administrador fiduciário, dadas as chances de adesão à tese pelo Judiciário.

Stocche Forbes sugere que a denominação da classe de cotas não necessariamente conte com o sufixo “Responsabilidade Ilimitada”, mesmo se for essa a previsão do regulamento, dado que o efeito da medida é potencialmente adverso, podendo gerar desinformação para os investidores.

Ainda sobre a denominação dos fundos, VBSO aponta que, durante o período de transição para a nova regra, os fundos em funcionamento, cuja denominação não contenha o referido sufixo, mas que sejam de responsabilidade ilimitada dos cotistas, conviverão com os fundos constituídos com base na nova regulamentação, que, no caso, conterão o sufixo. Sugere inclusão de dispositivo para lidar com essa assimetria.

ANBIMA e Blackrock propuseram a mesma alteração textual no dispositivo que trata dos efeitos da responsabilidade ilimitada dos cotistas (art. 18, parágrafo único, na versão final), por meio da substituição da passagem que lida com a responsabilização dos prestadores de serviços por redação derivada do **caput** do art. 1.368-E do Código Civil, que liga a responsabilidade dos prestadores de serviços a hipóteses de dolo ou má-fé. Vidigal Neto sugere a exclusão pura e simples da passagem em tela.

OAB aponta que inexistem justificativas consistentes para que se proíba que classes de responsabilidade limitada e ilimitada coexistam no mesmo fundo de investimento. Pinheiro Neto reforça o apontamento.

Foi acolhida a sugestão no sentido de elidir a vedação a que o cotista do fundo exclusivo tenha sua responsabilidade limitada ao valor subscrito. Concluiu-se que, para além da questão formal sobre a competência da CVM ao lidar com responsabilidade civil, há outras formas de enfrentar o problema.

Foram acatadas as sugestões de tornar a responsabilidade limitada do cotista o padrão, cabendo ao regulamento dispor de modo diverso, se for o caso. Não foram acatadas sugestões de efetuar refinamento textual que deixe mais preciso e claro que a responsabilidade dos cotistas se dá com relação a suas obrigações para com a classe de cotas, dado que a solução textual adotada, no sentido de deixar expresso que a responsabilidade se limita ao valor subscrito, produz o mesmo efeito.

Foi acatada sugestão da ANBIMA e Blackrock de utilizar um comando mais alinhado à LLE, o que, de certo modo, atende também à proposta de Vidigal Neto.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

Não foi acatada proposta da Bluegriffin, pois a opção regulatória, ao longo de toda a norma, foi por ser o mais minimalista possível ao disciplinar a matéria, de forma que não faria sentido lidar com a remota possibilidade de fraude ou abuso de direito de cotista resultar em patrimônio líquido negativo.

Em atenção à RJI, cabe lembrar que o risco de inadimplência faz parte de um acordo comercial, devendo ser precificado pelas partes, não se vislumbrando razão pela qual a de mercado deveria interferir na questão.

A sugestão de Cascione foi superada pela opção por não interferir no regime de solidariedade contratado entre os prestadores de serviços.

Quanto à sugestão de Stocche Forbes, optou-se pela utilização do sufixo “Responsabilidade Limitada” na denominação, dado ser expressão já popularmente conhecida e de fácil compreensão pelo público em geral, uma facilitação considerada oportuna para um cenário no qual passa a existir uma distinção de regimes que antes inexistia.

No que se refere à sugestão de VBSO, embora a questão que a motiva de fato se faça presente, considerou-se que, para fins de informação e proteção dos cotistas, inexistente certeza quanto à efetividade da medida proposta, assim como que já resta prevista uma dinâmica para lidar com o “estoque” de fundos. Assim, a sugestão não foi acatada.

Por fim, acatou-se o apontamento feito por OAB e Pinheiro Neto: a responsabilidade dos cotistas será disciplinada nos anexos da classe de cotas (art. 48, § 2º, II), de forma que o mesmo fundo de investimento poderá contar com classes de cotas de responsabilidade limitada e ilimitada.

Tratando não exatamente da responsabilidade dos cotistas, mas de matéria correlata, por envolver o inadimplemento de obrigações de cotistas para com o fundo, ABVCAP, Grupo de Gestores e Mattos Filho sugerem, em conjunto, que seja estendida para a regra geral a possibilidade de tomar empréstimos, conforme já disponível para os FIP, para um fim específico: originar os recursos para fazer frente a inadimplementos de cotistas, assim assegurando o cumprimento tempestivo dos compromissos de aporte de capital assumidos pela classe, assim como o pagamento de despesas necessárias para garantir a continuidade de suas operações.

Não foi acatada a sugestão de permitir a todos os fundos tomarem empréstimos para equilibrar o fluxo de caixa prejudicado pela inadimplência de cotistas, dado que sua utilização só foi testada até aqui em fundos de investimento que não são elegíveis ao público em geral, os FIP. Entretanto, com base



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

no mesmo argumento, seu uso passa a ser expressamente permitido em classes restritas de todas as categorias de fundos (art. 113, V).

3.4 *Insider Trading* (art. 45)

No âmbito da Audiência Pública SDM 8/21 (“AP 8/21”) a CVM recolheu manifestações sobre uma proposta de vedação expressa ao uso indevido de informações privilegiadas em negociações de cotas de fundo de investimento imobiliário – FII. SEAE e Benzecry & Pitta sugeriram que a regulamentação seja estendida a todos os fundos de investimento. B3 defende uma expansão mais comedida, alcançando FI-Infra e FIAGRO. ANBIMA, em sentido oposto, sugeriu que inicialmente as regras alcançassem somente os FII cujas cotas possuam alta liquidez em mercado secundário.

Considerando que a matéria não diz respeito a uma classe de ativos em particular, foram acatadas as sugestões de tratar o uso de informação privilegiada na regra geral das classes fechadas, de forma que foi inserido novo Capítulo na parte geral da Resolução, regulamentando a matéria. As manifestações e demais questões relacionadas à AP 8/21 são tratadas no relatório relativo àquela audiência.

3.5 **Remuneração dos prestadores de serviços (art. 48, § 1º, VII, e § 2º, XI, e art. 56, IV)**

ANBIMA pleiteou rearranjo, no qual a (i) taxa total de serviços deixa de existir; (ii) é criada uma taxa (única) de administração e gestão, que remuneraria todos os prestadores de serviços; e (iii) existe obrigatoriedade de referência à taxa máxima de distribuição somente quando a remuneração pela distribuição não estiver compreendida na referida “taxa de administração e gestão”. Argumenta no sentido de que o **disclosure** da taxa de distribuição limita os arranjos comerciais, de forma que, à luz da LLE, representa uma afronta à liberdade de contratar. Benzecry & Pitta sugere uma definição para taxa de administração que engloba a taxa de gestão, assim eliminando a taxa total de serviços proposta na Minuta.

Grupo de Gestores e Mattos Filho argumentam que arranjos comerciais entre o administrador e o gestor podem fazer com que suas taxas na prática sejam variáveis, não fixas e, por isso, defendem que é desnecessária a separação entre taxa de gestão e taxa de administração no regulamento, desde que respeitada a taxa total de serviços.

Também com fundamento na liberdade contratual, bem como considerando que a regra pode enrijecer estruturas em que a adoção de outra base seria mais recomendável ou desejável, ABVCAP,



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

Grupo de Gestores, Barcellos Tucunduva, Benzecry & Pitta, Machado Meyer e Mattos Filho sugerem que possam ser estabelecidos modos distintos de cálculo das taxas, não necessariamente um percentual do patrimônio líquido, como proposto na Minuta. Stocche Forbes faz sugestão similar, no sentido de que o cálculo em função do patrimônio líquido seja o método preferencial, mas não o único possível.

Dispor que as taxas de administração, gestão e máxima de distribuição devem ser estabelecidas no regulamento e prover informações separadas sobre as referidas taxas no material de divulgação são medidas que têm por objetivo contribuir para que o público investidor tome decisões de investimento mais bem informadas. A medida fortalece a posição do público em geral no mercado, um objetivo estratégico no que concerne ao desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro, que aparece também em outras iniciativas em curso na CVM.

Note-se que inexistente imposição de limites à liberdade de os agentes de mercado contratarem, mas tão somente uma ação para aumentar a transparência de informações úteis aos investidores. O impacto dessa transparência na formação de preços dos serviços prestados aos fundos parece uma decorrência esperada de um mercado em livre funcionamento.

A informação sobre o custo total não transparece os incentivos que o produto origina para cada agente na cadeia de serviços e, por conta da forma como o mercado se organizou para atribuir a remuneração devida a cada agente, com base em uma estrutura de rebates comumente denominada “acordo de remuneração”, trata-se de informação relevante para se ter em conta na hora de investir.

Em um exemplo no qual os encargos totalizam 1,5% do patrimônio líquido, mantida constante a taxa de administração de 0,5%, um fundo que gaste 0,8% com gestão e 0,2% com distribuição origina incentivos diferentes na cadeia de serviços do que um fundo que gaste 0,2% com gestão e 0,8% com distribuição. Isto posto, não foram acatadas as sugestões que resultariam em um reagrupamento das taxas e, portanto, em uma maior opacidade para o público investidor sobre a remuneração dos prestadores de serviços.

Ademais, ainda com vistas enfrentar o risco de a distribuição de cotas possuir incentivos outros que não o perfil, necessidades e escolhas dos investidores, no âmbito dos FIF, caso exista acordo de remuneração que tenha por base a taxa de performance (art. 32 do Anexo Normativo I), o material de divulgação deve informar as principais características do acordo, suficientes para que se compreenda em que termos e condições ocorrerá a distribuição dos recursos entre os agentes. O dispositivo alcança também os FIDC, por conta do art. 35 do Anexo Normativo II.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

Especificamente quanto à manifestação do Grupo de Gestores e Mattos Filho, cabe registrar que a regulamentação não se propõe a tolher os arranjos possíveis entre o administrador fiduciário e o gestor da carteira. A regra não trata dessa relação eminentemente contratual entre os agentes regulados, mas da relação dos agentes regulados com a comunhão de cotistas.

Foi acatada sugestão da ANBIMA e Benzecry & Pitta de eliminar a taxa total de serviços, haja vista que o estabelecimento de um limite para as despesas do fundo resta bem coberto pela combinação entre o fato de os demais **servicers** serem contratados pelos prestadores de serviços essenciais e a existência de um rol exaustivo de encargos que podem ser cobrados diretamente do fundo, cabendo ao administrador e gestor arcarem com as despesas que não constituem encargos. Em última análise, esse arranjo regulatório possui o efeito similar de manter as despesas sob controle, sem, contudo, representar a imposição de um novo custo de observância.

Foi parcialmente acatada a sugestão de flexibilização da forma de cálculo das taxas de administração e gestão, pela possibilidade de as taxas serem representadas por um valor nominal em moeda corrente nacional, que pode variar em função de faixas de valores do patrimônio líquido – uma alternativa apresentada por ANBIMA.

É oportuno lembrar que os regulamentos das classes restritas, quais sejam, aquelas destinadas exclusivamente a investidores qualificados ou profissionais, podem dispor livremente acerca da forma de cálculo e cobrança das taxas de administração e gestão. Dessa forma, a restrição a um modo definido pela regulamentação alcança somente as classes de cotas destinadas ao público em geral, onde a medida possui amparo na padronização, que favorece a comparabilidade de produtos pelos investidores, e na necessidade de que a taxa seja facilmente compreensível, especialmente quando da tomada de decisão de investimento.

Ademais, cabe reiterar que a criação da taxa de gestão deriva da necessidade de o gestor remunerar parte dos prestadores de serviços por ele contratados, uma possibilidade anteriormente inexistente, dado que todas as contratações eram realizadas pelo administrador fiduciário.

Finalmente, registre-se que as regras em tela, relacionadas à divulgação de informações sobre a remuneração dos principais **servicers** da operação, configuram uma matéria que parece candidata a uma futura avaliação de resultado regulatório, conforme definida no art. 2º, III, do Decreto 10.411, de 2020.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

3.6 Capital autorizado (art. 48, § 2º, VII)

ABVCAP, Grupo de Gestores, Itaú, B3, Benzecry & Pitta, Mattos Filho e Pinheiro Guimarães propuseram que os fundos de investimento sejam dotados da ferramenta de chamadas de capital, de forma que, à semelhança do que ocorre com companhias em relação às ações, os administradores das classes fechadas possuam a faculdade de emitir cotas sem necessidade de aprovação da emissão de cotas em assembleia de cotistas ou de alteração do regulamento.

Em síntese, os participantes argumentaram que se trata de uma medida especialmente útil para aumentar a eficiência da gestão da carteira, haja vista que a dinâmica de aprovação da emissão pelos cotistas inviabiliza tomadas de decisões mais imediatas e, assim, o aproveitamento de oportunidades de mercado. Ademais, lembraram que se trata de prática já sedimentada na indústria de FII⁶, que efetivamente alcançam o público em geral, de forma que não há que se falar em redução da proteção dos investidores.

A possibilidade de todas as classes fechadas poderem efetuar chamadas de capital sugere que devem ser enfrentados todos os pontos de atenção que a matéria desperta no que se refere às companhias, e tais pontos não foram submetidos ao debate público em relação aos fundos de investimento. Por outro lado, é fato que as chamadas de capital podem ser uma ferramenta adequada para classes fechadas, a depender, de seu público-alvo e política de investimentos.

Desse modo, na ponderação entre ambos os pontos, considerando que a medida reduz os custos com a realização de assembleias, considerou-se que a presente reforma configura uma boa oportunidade para consolidar as regras atinentes à matéria, no caso fazendo-o a partir da regra dos FII, com a particularidade de a decisão pertencer ao gestor, agente que identifica oportunidades de investimentos e, assim, necessidade de geração de um caixa mais expressivo.

3.7 Fundos socioambientais (arts.49 e 56)

LAB, FABIO LUPO, CFA Brazil, ABVCAP, Grupo de Gestores, Solis, Koga, Mattos Filho e Stocche Forbes sugeriram abordagens diversas sobre a matéria, mais comumente de natureza informacional, mas também sugestões relacionadas à gestão de riscos socioambientais, conteúdo de certificações e condutas esperadas de agentes de mercado. A sugestão mais comumente endossada pelos participantes foi pela extensão da medida a todas as categorias de fundos.

⁶ Art. 15, VIII, da Instrução CVM 472, de 2008



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

No que tange ao alcance do dispositivo, foram acatadas as sugestões de torná-lo disponível a todas as categorias de fundos, assim fazendo parte da regra geral.

Em termos de conteúdo, a opção da CVM foi seguir a linha traçada na abordagem eminentemente informacional conferida às operações de securitização⁷ e mantida no âmbito das ofertas públicas de distribuição de títulos de valores mobiliários⁸. Essa opção decorre do entendimento de que já existe um consenso em torno da necessidade de prover informações ambientais, sociais e de governança ao mercado sobre as operações que se propõem a gerar benefícios dessa natureza ou que de algum modo incorporem fatores “ESG”.

Do mesmo modo, existe consenso em torno da necessidade de combater a prática comumente conhecida como **greenwashing**, ou seja, a apropriação indevida de virtudes socioambientais a emissores e operações que não as possuem, induzindo os investidores a erro.

Sustainability-Linked Bonds, Green Bonds, Social Impact Bonds, enfim, são muitas as teses e produtos inovadores explorando essa nova fronteira do mercado de capitais, relacionada à sustentabilidade. Todavia, ainda não está clara a extensão do papel a ser desempenhado nessa seara pelos reguladores de mercado. Tampouco já existe uma taxonomia predominante para as operações em tela, existindo uma miríade de certificações e protocolos aceitos pelo mercado para classificar uma operação como “ESG”, mas não uma classificação que seja universalmente adotada. A lacuna é mais problemática para os fundos de investimento, pois a atenção das certificações ainda se concentra nas emissões, nos ativos, não em veículos de investimento coletivo.

Diante desse cenário, bem como considerando que a IOSCO⁹ tem avançado na formulação de recomendações para os reguladores de mercado e que o IASB¹⁰ constituiu o ISSB¹¹ para fins de estabelecer um padrão informacional para as operações em tela, no que se refere aos fundos de investimento revela-se mais prudente aguardar o consenso em torno das boas práticas em escala global antes de, eventualmente, avançar na regulamentação da matéria no mercado brasileiro de modo mais invasivo, para além do **disclosure**.

⁷ Art. 4º da Resolução CVM 60, de 2021.

⁸ Resolução CVM 160, de 2022.

⁹ [International Organization of Securities Commissions](http://www.iosco.org)

¹⁰ [International Accounting Standards Board](http://www.iasb.org)

¹¹ [International Sustainability Standards Board](http://www.issb.org)



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

Por conta de todo o acima exposto, a regulamentação de fundos adotou um sistema por meio do qual, caso o fundo ou a classe de cotas possua denominação que contenha alusão às finanças sustentáveis:

- (i) o regulamento deve disciplinar a matéria, inclusive no tocante à prestação de informações aos investidores, que assim poderá ser customizada (art. 49);
- (ii) o material de divulgação deve informar se a originação de benefícios socioambientais positivo faz parte da política de investimentos ou se o objetivo é somente integrar fatores “ESG” à gestão da carteira (art. 60); e
- (iii) os prospectos de distribuição de cotas de classes fechadas devem trazer informações sobre a matéria (art. 138).

3.8 Demonstrações contábeis (art. 67, § 1º, e art. 69)

Chediak aponta que o fundo de investimento deve ser interpretado como mero invólucro sob o qual se encontram diferentes sujeitos de direito, as suas classes de cotas. Assim, a escrituração contábil do fundo se trata de um reflexo daquela já elaborada para as classes (tendo, inclusive, previsão expressa de rateio das despesas do próprio fundo entre suas classes). Tal exigência impõe novos custos aos fundos sem que existam benefícios correlatos.

ANBIMA sugere que o fundo não levante demonstrações contábeis consolidadas de todas as classes de cotas, sendo que o rateio das despesas entre as classes deve ser devidamente evidenciado nas demonstrações contábeis específicas de cada classe.

No que se refere aos fundos de investimento com classe única de cotas, é inequívoco que deve contar com demonstrações financeiras anuais completas, acompanhadas de parecer de auditoria independente. No que se refere aos fundos com diferentes classes de cotas, é certo que cada classe de cotas terá demonstrações contábeis próprias, completas, auditadas.

Em atenção à ANBIMA, considerando que cada classe é operacionalmente independente das demais, assim como que existe segregação patrimonial entre as classes, se está de acordo com a leitura de que as demonstrações contábeis consolidadas de um fundo de investimento com diferentes classes de cotas não possuem materialidade, vez que a consolidação de classes diferentes, com ativos e



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

passivos igualmente diferentes, resultaria em uma informação sem valor, mais propensa a induzir seu usuário a erro do que a colaborar para tomadas de decisão de investimento mais bem fundamentadas.

Todavia, tendo em vista que os prestadores de serviços são contratados pelo fundo, mas a geração de caixa para remunerá-los ocorre nas classes de cotas, faz-se necessário que as classes enviem recursos para o fundo, e esse trânsito de recursos requer controle por meio de escrituração contábil, em ambas as pontas – fundo (recepção) e classe (envio). Esse mesmo raciocínio, que ilustra a necessidade de registrar o rateio de despesas entre as classes, serve para outros encargos e eventuais contingências que alcancem o fundo como um todo, não sendo especificamente vinculados a uma determinada classe de cotas.

Assim sendo, dos fundos de investimento serão exigidos um conjunto reduzido de demonstrativos contábeis, quais sejam: balanço patrimonial, demonstração do resultado do exercício¹² e demonstrativo de fluxo de caixa. Considerou-se que esse conjunto é robusto o suficiente para evidenciar a relação patrimonial entre o fundo e suas classes ao longo do exercício social, um ponto de atenção especialmente relevante para fins de questões tributárias e cíveis.

Na linha de reconhecer a importância das demonstrações contábeis do fundo, ainda que com informações resumidas, optou-se por manter a exigência de auditoria das demonstrações contábeis do fundo. Embora seja possível argumentar que o envio de recursos das classes aos fundos já será passível de auditoria nas classes, considerou-se inconveniente fragilizar a utilidade formal das demonstrações contábeis do fundo, pela inexistência de um terceiro, independente, atestando a correção de sua elaboração.

A sistemática é complementada pela liberdade conferida ao administrador para que contrate livremente os serviços de auditoria para o fundo e suas classes de cotas (art. 83, III), em linha com a disciplina conferida às companhias securitizadoras e seus patrimônios separados. Embora seja razoável esperar que o arranjo mais comum venha a ser a contratação de um único auditor independente para o fundo e suas classes de cotas, considerando que esse arranjo lida com o risco de que divergências entre diferentes auditores impactem o fundo como um todo, nada impede que o administrador contrate auditores diferentes.

¹² O resultado tenda a zero, dado que o fundo apenas recolhe os recursos das classes e os repassa a quem de direito, devendo eventuais rendimentos serem devolvidos às classes, que são os titulares dos ativos que os originaram. Nesse sentido, o demonstrativo do resultado do exercício é especialmente útil na identificação de situações extraordinárias.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

Ainda sobre demonstrações contábeis, em nome da clareza da regra para seu usuário, cabe destacar que as classes deverão contar com escrituração contábil que permita registrar os passivos de cada subclasse em separado, se houver, de modo que o valor da cota de cada subclasse possa ser corretamente calculado. Tal previsão não consta expressamente da norma, uma vez que se trata de decorrência operacional compulsória da existência de diferentes subclasses que compartilham os mesmos ativos, mas possuem passivos diferentes.

Finalmente, com referência à aprovação das demonstrações contábeis do fundo em assembleia geral de cotistas (art. 71), considerou-se uma medida necessária em função da necessidade de ter conhecimento e, no limite, aprovar o rateio de despesas entre diferentes patrimônios (segregados), assim como podem existir contingências que atingem ou podem atingir o fundo como um todo e, assim, carecem da atenção de todas as classes de cotas.

3.9 Assembleia de cotistas (art. 70)

Uma sugestão comum foi alterar a governança de determinada matéria, isto é, que ao invés de a matéria ser apreciada pela assembleia de cotistas a cada caso concreto, o regulamento já contenha dispositivos disciplinando como lidar com ela.

Em reação à audiência pública, algumas matérias passam a poder ser disciplinadas no regulamento, em todas as categorias de fundos. O fato de a decisão (de gestão de recursos) não carecer de deliberação dos cotistas reunidos em assembleia confere maior celeridade e previsibilidade a ações que antes deveriam ser submetidas a um rito sabidamente mais moroso. São elas:

- Dação de ativos em garantia de operações da carteira em classes para *qualificados*;
- Emissão de novas cotas da classe fechada a critério do gestor;
- Valor de emissão da cota de classe fechada;
- Direito de preferência na emissão de cotas da classe fechada; e
- Estabelecimento de **Side-Pocket** no gerenciamento de iliquidez excepcional.

ANBIMA, ABVCAP, Grupo de Gestores e Mattos Filho trouxeram sugestões relacionadas a melhorias na dinâmica de representação dos cotistas em assembleia por meio de procuração, uma questão especialmente sensível em termos de competitividade comercial dos agentes de mercado – o cadastro de clientes é informação sensível para os distribuidores de cotas, que assim não possuem motivação em tomar medidas que impliquem na abertura dessa informação para terceiros.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

Saback Dau Bokel sugere a inclusão de dispositivos para lidar com uma hipótese específica, qual seja, os direitos políticos de quem alienou as cotas em mercado secundário após a convocação da assembleia, mas antes de sua realização.

Em atenção às sugestões da audiência pública, considerando que de fato a identidade do cotista é uma informação comercialmente estratégica para os distribuidores de cotas por conta-e-ordem, optou-se por um modelo no qual a procuração não precisa ser apresentada à Mesa que estiver dirigindo a assembleia, cabendo ao distribuidor a obrigação de possuí-la e arquivá-la (arts. 38, § 1º, e 130).

Ademais, por reduzir custos de observância e conferir maior flexibilidade a arranjos comerciais, fica dispensada a exigência de que a procuração do cotista seja expressamente relacionada a determinada assembleia, de forma que, doravante, a depender de seu teor, o representante do cotista poderá atuar em diferentes assembleias utilizando uma única procuração (art. 38, § 1º, **in fine** – excluída “*essa representação*”).

Todavia, para fins de quórum e de governança, na assembleia o distribuidor deve entregar listagem contendo os códigos de investidores dos clientes que estiver representando, cabendo à Mesa utilizar essa listagem para fins de contagem de quórum e votos. A listagem deve ser recolhida para arquivo pelo administrador (art. 38, § 2º).

Com relação ao ponto trazido por Saback Dau Bokel, considerando que a transferência de titularidade envolve não somente os direitos econômicos, mas também os direitos políticos das cotas, em um cenário ideal – tal qual o participante sugeriu que fosse reconhecido na regra – o novo cotista poderia comparecer e votar na assembleia para a qual não foi pessoalmente convocado, dado que, ainda idealmente, os registros atinentes à titularidade das cotas seriam de rápida atualização, assim assegurando que a Mesa possuísse uma listagem atualizada de cotistas quando da realização da assembleia.

É possível que a tecnologia não demore a viabilizar esse cenário ideal, mas por enquanto a dinâmica operacional de uma assembleia de cotistas muito dificilmente comportaria a imposição, por meio da regulamentação, de um acompanhamento das alterações de titularidade das cotas, para atualização dos cotistas aptos a participar da assembleia. Ainda que comportasse, o notório absenteísmo das assembleias em tela desaconselha a medida em termos de custo-benefício (evidenciação empírica). Desse modo, bem como tendo-se em conta que inexistem elementos materiais



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

indicativos de que se trata de um problema que tenha adquirido relevância o suficiente a ponto de já carecer de intervenção regulatória, a sugestão não foi acatada (art. 77).

Assim como as chamadas de capital, o direito de preferência dos cotistas na subscrição de novas emissões de cotas de classes fechadas é outra matéria que aproxima as classes fechadas das companhias, tendo motivado manifestações de ANBIMA, ABVCAP, B3, Grupo de Gestores, Itaú e Mattos Filho, todas no sentido de disciplinar a matéria na regra geral, mais especificamente naquilo que se refere ao regulamento do fundo e à deliberação da assembleia de cotistas.

De fato, em existindo classes fechadas, existe hipótese de diluição de participação de cotistas por novas emissões, de forma que é razoável que a regulamentação dos fundos de investimento lide com a matéria. Isto posto, em se aceitando que a regulamentação deve reconhecer a existência do direito de preferência, a questão a enfrentar pode ser resumida da seguinte forma: a prerrogativa deve ser assegurada no regulamento ou deliberada pelos cotistas a cada emissão de cotas?

Em resposta, a opção foi por vincular o direito de preferência à emissão de cotas, de modo que, no caso de a emissão ser uma decisão do gestor, a ele compete definir se a emissão contará ou não com direito de preferência (art. 48, § 2º, VII); e, no mesmo sentido, se a emissão for deliberação da assembleia, que os cotistas tratem de seus termos (art. 70, III).

B3 enxerga na reforma da regulamentação dos fundos uma boa oportunidade para que a CVM discipline de modo pormenorizado os procedimentos relacionados ao direito de recesso dos cotistas dos fundos fechados, disciplinando prazos, condições e forma de divulgação de informações.

A operação de uma classe fechada pode em muito se assemelhar ao que faz uma companhia, especialmente no que diz respeito aos fundos estruturados. Isto posto, em certa medida é natural que a indústria de fundos de investimento lide com matérias e eventos que são típicos do ambiente corporativo, tais como – no caso concreto – o tratamento a ser dado a investidores discordantes das decisões da assembleia geral.

A afirmação acima é reforçada pela existência de precedente na regulamentação, relacionado à dissidência de cotistas sênior de FIDC na hipótese de a assembleia de cotistas afastar a incidência de hipótese de liquidação antecipada prevista no regulamento¹³.

¹³ Art. 24, XVI, da Instrução CVM 356, de 2003



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

Por outro lado, a matéria não foi proposta na Minuta submetida à audiência pública; a sugestão recebida de B3 foi conceitual somente, sem conter uma sugestão textual; e o precedente existente é muito específico e diz respeito a um produto onde existe subordinação entre as subclasses.

Diante de todo o acima exposto, a sugestão não foi acatada, sem prejuízo de a questão ser revisitada no futuro.

3.10 Conflito de Interesses (art. 78)

Sparta, Felske-Frigo e Vieira Resende apresentam suas considerações sobre os conflitos de interesses envolvendo cotistas, prestadores de serviços e fundos de investimento, algumas de natureza operacional, e sugerem que a regulamentação da CVM trate da matéria em fundos de investimento adotando a tese do “conflito formal”. Captalys, contrariamente, com base na dinâmica de mercado defende a aplicação do conflito material.

Machado Meyer defende que a regulamentação seja flexibilizada nas classes restritas, de modo que a autorização dos pares para o voto conflitado possa ser concedida preliminarmente à realização da assembleia, tendo feito sugestão de texto nesse sentido.

HSI dedica especial atenção à atuação do gestor adquirindo ativos em operações potencialmente conflitadas. Saback Dau Bokel defende que as regras aplicáveis aos FII e aos FIP sejam tornadas regras gerais. ABIPAG e ABCD se manifestam na linha de robustecer, na regulamentação, as hipóteses expressas de conflitos de interesses. ANFIDC sugere que o regulamento fique livre para disciplinar a matéria. LAB fez considerações especificamente relacionadas ao segmento de finanças sustentáveis, de modo a fundamentar uma sugestão de atuação mais prescritiva do regulador de mercado no tocante ao referido segmento.

Parte das manifestações diz respeito a matérias especificamente relacionadas aos FIDC, um veículo onde a matéria se reveste de um grau ainda maior de complexidade, dada a (comumente utilizada) estrutura de subordinação entre subclasses de cotas. Essas manifestações em particular serão tratadas na seção sobre os FIDC.

Conflito de interesses é outro exemplo de matéria potencialmente sensível às classes fechadas, que por vezes têm que lidar com conflitos como – só exemplos – a aprovação de laudos de avaliação de ativos utilizados na integralização de cotas ou a contratação de um prestador de serviços do grupo



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

econômico do administrador. A quantidade de manifestações recebidas sobre a matéria e a variedade de posições externadas referendam a importância e a complexidade do tema.

Em resposta ao conjunto de manifestações, a opção na regra geral foi no sentido de se fazer uma escolha pragmática, por meio da adoção de uma sistemática na qual o cotista que estiver conflitado fica impedido de votar sobre a matéria em conflito, observado que a assembleia é soberana para permitir o voto do cotista conflitado (art. 78, § 1º, II); e o conflito é auto declaratório, cabendo ao cotista declará-lo à Mesa da assembleia (art. 78, § 2º). Essa opção, alinhada a recente [precedente](#) julgado pelo Colegiado da CVM, tem em conta que, diversamente do que ocorre com as companhias, no que se refere aos fundos inexistem previsões legais expressas acerca do exercício abusivo do direito de voto e, ainda, de ressarcimento ao fundo das vantagens que um cotista auferir com seu voto em situação de conflito.

É oportuno destacar que a sistemática acima abordada se refere à hipótese de conflito de interesses entre um condômino e a comunhão de condôminos, mas a norma trata também, com maior rigor, do conflito entre o prestador de serviço e o fundo: embora seja preservada a possibilidade de o conflito ser superado pela vontade dos demais cotistas, sua caracterização é objetiva. Nesse caso, o conflito de interesses não carece de auto declaração do prestador de serviço conflitado para restar configurado.

A título de facilitação operacional para classes destinadas a um público que pode entender e absorver os riscos da estrutura, o regulamento das classes exclusivamente destinadas a investidores profissionais pode afastar, total ou parcialmente, as hipóteses de vedação ao direito a voto em assembleia de cotistas (art. 114).

Quanto à sugestão de Sparta, cabe lembrar que, na qualidade de gestores, os agentes devem seguir políticas de voto, que são públicas, o que, embora não elimine, limita as possibilidades para que votem em benefício próprio ou de terceiros que não os cotistas, bem como facilita a evidenciação de um eventual voto conflitado.

3.11 Responsabilidade dos prestadores de serviços (art. 81)

ANFIDC, OAB, Grupo de Gestores, HSI, Barcellos Tucunduva, Benzecry & Pitta, Böing Gleich, Cascione, Chediak, Mattos Filho, Negrão Ferrari, VBSO, Veloza e Vidigal Neto sugerem elidir a previsão de que, no serviço prestado em benefício de classe de cotas destinada ao público em geral, o contrato de prestação de serviços contenha cláusula que estipule a responsabilidade solidária entre o prestador de



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

serviço essencial e o terceiro por ele contratado. Em linhas gerais, a argumentação trazida pelos participantes tem fundamento formal na LLE e, coerentemente, fundamento material na eficiência trazida pela possibilidade de os agentes de mercado negociarem livremente a cada operação.

CEM/USP, em posição contrária, apresenta manifestação reforçando a importância da manutenção desse dispositivo, centrada na tese de que a relação entre investidores de varejo e prestadores de serviços atende a todos os requisitos estabelecidos pela doutrina e legislação para a configuração de relação de consumo, o que seria ampla e reiteradamente firmado pela jurisprudência.

Empiricus/Vitreo, por seu turno, defende que o requerimento seja ampliado, de modo que nas classes de cotas para investidores qualificados a contratação de serviços também conte com solidariedade entre os prestadores de serviços contratados e essenciais. O participante argumenta que, embora exista uma presunção de maior educação financeira pelo investidor qualificado, esse fato não deve implicar em uma mudança do patamar de segurança do investidor em caso de prejuízos por quebra de dever fiduciário.

Foram muitas as manifestações defendendo também a elisão dos dispositivos prevendo solidariedade contratual (i) entre o administrador e o prestador de serviços de tesouraria, controle de passivos e processamento dos ativos; e (ii) entre o gestor e o cogestor.

Inicialmente, cabe destacar que, no intuito de prover maior eficiência operacional aos fundos, redução de custos de observância regulatória e segurança jurídica aos agentes, foi evitada a atribuição de uma mesma responsabilidade a mais de um agente ou a agente(s) indeterminado(s). Ao contrário, foi adotada uma sistemática na qual as obrigações regulatórias são claramente atribuídas a um determinado agente regulado.

Todavia, remanescem exceções expressamente especificadas na regra geral, que têm em comum o fato de serem relacionadas a tarefas que, por natureza, exigem atuação do administrador fiduciário (passivo) e do gestor de recursos (ativo), e por vezes interação entre eles, a saber:

- constituição do fundo (art. 7º);
- não-divulgação de fato relevante (art. 65);
- gerenciamento de liquidez da classe aberta (art. 92);
- resolução do patrimônio líquido negativo (art. 122, II, “a”, e §§ 1º e 4º, II); e
- liquidação (art. 126, § 1º, I, e art. 128, parágrafo único).



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

Foi acatada a sugestão de elidir a necessidade de se estabelecer responsabilidade solidária entre o prestador de serviços essencial e o prestador de serviços por ele contratado para servir à classe de cotas destinada do público em geral. Doravante, a responsabilidade dos prestadores de serviços dos fundos de investimento será livremente pactuada entre as partes, nos termos do art. 1.368-D, II, do Código Civil. Com base no mesmo fundamento, foram igualmente elididas as previsões de solidariedade relacionadas a eventuais contratações de serviços de tesouraria, controle de passivos e processamento dos ativos, e de cogestão de carteira de ativos.

No que se refere à manifestação de CEM/USP, é fato que a solidariedade contratual entre os prestadores de serviços dos fundos de investimento tem servido de elemento para moderar a aplicação do direito do consumidor às lides entre cotistas e **servicers**, por meio da utilização subsidiária da regulamentação de mercado, que, por especializada, tende a ser mais eficiente para lidar com essas questões. Todavia, essa solução regulatória não se faz mais necessária, talvez sequer possível, em virtude da LLE, por meio da qual, seja administrativa ou judicialmente, a responsabilidade dos prestadores de serviços terá que ser analisada à luz de algum caso concreto, a partir de parâmetros estabelecidos livremente entre eles, inclusive no regulamento do fundo. Ademais, é razoável esperar que a doutrina e a jurisprudência sejam modernizadas a partir da LLE e dessa nova regulamentação de fundos.

No que tange à manifestação de Empiricus/Vitreio, cumpre esclarecer que remanesce intacto na regulamentação o dever fiduciário dos prestadores de serviços para com a comunhão de cotistas, um pilar estrutural do funcionamento do mercado de fundos de investimento, que não possui restrições em função do perfil dos investidores. Em outras palavras, a inexistência de solidariedade entre prestadores de serviços não prejudica o dever fiduciário de cada prestador de serviços regulado pela CVM para com a comunhão de cotistas, nas suas respectivas esferas de atuação.

Já ao tratar da responsabilidade civil dos prestadores de serviços por prejuízos causados, o art. 1.368-E do Código Civil faz referência à *má-fé*, mas não à *culpa*, em seu sentido civil (imperícia, imprudência e negligência). A propósito, é oportuno esclarecer que a melhor interpretação do dispositivo não é no sentido de que a atuação sem perícia, imprudente ou negligente afasta a responsabilidade civil dos agentes, mas apenas que erros operacionais ordinários, que eventualmente podem ocorrer, ainda que culposos, não seriam – por si só – suficientes para ensejá-la.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

3.12 Contratação de serviços (arts. 83 e 85)

ABVCAP, Grupo de Gestores e Mattos Filho, em conjunto, defendem que os prestadores de serviços essenciais sejam livres para contratar os serviços que entenderem necessários para o bom funcionamento do fundo e a consecução dos seus objetivos, não cabendo à regulamentação impor restrições às contratações. O fundamento da posição é a liberdade contratual, especialmente necessária em um cenário de desenvolvimento e aplicação de novas tecnologias e de sofisticação dos produtos.

ABCD, ABIPAG e CERC sugerem que, para além das instituições financeiras, todas instituições integrantes do Sistema de Pagamentos Brasileiro – SPB possam prestar serviços de tesouraria e controle para os fundos que administrem. Com argumentos similares, defendem que a medida fomentaria a participação de outros agentes no mercado de fundos, o que o tornaria mais eficiente.

Reportando-se ao serviço de subscrição de cotas por conta e ordem, Interlink sugere uma série de ajustes pontuais, de natureza eminentemente prescritiva, com atenção a uma proposta de descartar a possibilidade de, alternativamente à escrituração, as cotas serem objeto de depósito ou registro em mercado organizado. Entende que a medida não é eficiente sob uma perspectiva operacional e possui deficiências formais.

Com relação à contratação de serviços de classificação de risco de crédito, Moody's sugere elidir o dispositivo que obriga a agência de classificação a divulgar alterações na classificação e comunica-las à CVM, ao administrador e gestor. Fundamenta sua proposta em uma baixa sistematização com a regulamentação já aplicável às atividades de classificação de risco e custos de observância regulatória que não se justificariam.

Em atenção ao comentário de ABVCAP, Grupo de Gestores e Mattos Filho, cabe esclarecer que a regulamentação não impede que os prestadores de serviços essenciais contratem serviços que o bom funcionamento do fundo requeira; a regulamentação estabelece um rol de serviços que devem ser contratados em nome do fundo, de modo que as demais contratações devem ser feitas em nome próprio do administrador ou gestor, ainda que em benefício do fundo.

Os serviços expressamente previstos na Resolução são aqueles mais comumente relacionados ao funcionamento de todos os tipos de fundos de investimento e a existência de uma regra elencando-os se justifica em função da segurança jurídica trazida pelo texto, assim como pela melhor comparabilidade entre fundos decorrente da padronização.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

As especificidades de cada operação, dentre as quais os serviços necessários para o bom funcionamento do fundo, não só podem, como devem ser definidas pelos prestadores de serviços essenciais, assim como o impacto dos custos atrelados às especificidades nas taxas de administração e gestão.

Foi acolhida a sugestão de ABCD, ABIPAG e CERC (art. 83, § 1º), dado que todo administrador fiduciário e gestor de recursos de fundo de investimento terá que ser registrado na CVM (art. 137). Ademais, cabe lembrar que o SPB se encontra sob a regulação do Banco Central, de modo que serviços de tesouraria e controladoria prestados pelos participantes desse sistema não despertam atenção extraordinária à regulamentação do mercado de capitais.

A proposta de Interlink não foi acolhida. O registro ou depósito das cotas possui o condão de exercer controle sobre a transferência da titularidade, matéria que também é enfrentada pela escrituração e constitui o ponto de atenção da regulamentação no caso concreto. Ademais, mais agentes prestando determinado serviço pressupõe maior competição, o que tende a ser positivo para a indústria em termos de eficiência.

A proposta da Moody's tampouco foi acolhida, considerando que não se trata de um novo requisito normativo, implicando em um novo custo de observância – a regra já fazia parte da regulamentação anterior.

3.13 Dever de fiscalizar (arts. 81 e 83, § 5º, II)

Em linhas gerais, os participantes concordam com a proposta de substituir o dever de fiscalizar genérico, que na regra anterior atribuía ao administrador a obrigação de fiscalizar todos os serviços prestados ao fundo, por algumas atribuições específicas. Ainda assim, foram feitas sugestões complementares.

De modo mais genérico, ANBIMA defendeu que o dever de fiscalizar seja substituído por um novo arranjo, calcado no dever de verificar alguns dados e informações, combinado com procedimentos de diligência na seleção dos prestadores de serviços (*know your partner*). Alertou que pode ser necessário que se façam alterações na regra que disciplina o exercício profissional de administração de carteira.

Vieira Resende sugere elidir a fiscalização do administrador sobre a aderência da carteira aos limites de concentração aplicáveis. ANBIMA propõe alterar a dinâmica, atribuindo ao gestor a obrigação de manter a carteira enquadrada e ao administrador a obrigação de verificar se está efetivamente



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

enquadrada. Barcelos Tucunduva aponta que o dever em tela deve ser melhor circunstanciado no que se refere às operações dos FIP, em função das atribuições de administrador fiduciário e do gestor da carteira nesse tipo de operação.

ANBIMA propõe elidir a fiscalização do administrador sobre (i) a identificação precisa das ordens de compra e venda dadas pelo gestor; e (ii) o grupamento e rateio de ordens pelo gestor. Ainda na regra geral, ANBIMA sugere que a fiscalização pelos prestadores de serviços essenciais acerca da observância às vedações regulatórias seja exercida somente sobre agentes não regulados.

Já na regra sobre os FIF, ANBIMA sugere substituir a fiscalização do administrador sobre a negociação de ativos a preços de mercado pelo gestor pela atribuição de verificar posteriormente se há indícios de negociações fora do preço. A associação sugere, ainda, que os controles exercidos pelo custodiante local do FIF sobre o custodiante dos ativos no exterior deixe de contar com fiscalização do administrador. Sobre esse mesmo dispositivo, ANCORD aponta contradição entre atribuir a contratação do custodiante ao gestor e sua fiscalização ao administrador.

No âmbito das regras dos FIDC, Saback Dau Bokel sugere delimitar e detalhar de modo mais assertivo as medidas e procedimentos requeridos dos administradores fiduciários no âmbito da fiscalização da gestão da carteira de direitos creditórios. ANBIMA, assim como fez em relação aos FIF e com base na mesma fundamentação, propõe que a obrigação seja elidida. ANBIMA e Cescon Barrieu sugerem, ainda, elidir a fiscalização do administrador do administrador do FIDC sobre o serviço de registro de direitos creditórios. Machado Meyer sugere não elidir, mas tornar facultativa essa fiscalização em particular.

A CVM acatou em larga medida as manifestações da audiência pública, tendo mantido uma única hipótese de dever de fiscalização pelo prestador de serviço essencial, relacionado à contratação de agentes que não estão sujeitos à competência da Autarquia ou, mesma lógica, de serviços prestados em mercados que não se encontram sob a competência da CVM.

O racional da escolha regulatória deriva do fato de que, atuando na atividade para a qual estão registrados na Autarquia, os agentes regulados podem ser fiscalizados diretamente pela CVM, dentro da rotina de supervisão baseada em risco da Autarquia. Porém, dada a impossibilidade de o regulador agir diretamente, cabe aos prestadores de serviços contratantes supervisionar os agentes contratados que não fazem parte do mercado de capitais brasileiro, assim como as atividades exercidas fora do perímetro regulatório da CVM.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

Por oportuno, recorde-se que **servicers** atuando em outras jurisdições não se encontram sob a competência da CVM, de forma que sua atuação junto ao fundo deve ser fiscalizada por quem os contratou, assim como – exemplos – a atuação das entidades registradoras de direitos creditórios nos FIDC ou dos administradores de imóveis nos FII.

Entretanto, existem algumas situações intermediárias, nas quais, embora seja possível que a CVM atue, a dinâmica de mercado impossibilita uma atuação tempestiva da Autarquia. Para esses casos, foi acatada a sugestão da ANBIMA de substituir a *fiscalização* pela *verificação*. Não se trata de semântica apenas, visto que a ação de verificar as implicações das ações de outro agente, no caso concreto, não envolve rotinas de vigilância, mas tão somente uma checagem objetiva de dados. No caso concreto, a verificação seria efetuada pelo administrador fiduciário, em duas situações, a saber:

- após a realização das operações pelo gestor, em periodicidade compatível com a política de investimentos, o administrador deve verificar a observância da carteira de ativos aos limites porventura aplicáveis, devendo informar ao gestor e à CVM sobre eventual desenquadramento; e
- nos FIF, o administrador deve verificar, após a realização das operações pelo gestor, a compatibilidade dos preços praticados com os preços de mercado, bem como informar ao gestor e à CVM sobre indícios materiais de incompatibilidade.

Quanto à sugestão de ANBIMA de robustecer a regulamentação de administração de carteiras no tocante aos deveres de ***know your partner***, embora potencialmente essa medida possa de fato ser um complemento interessante para a atuação de administradores e gestores em fundos de investimento, considera-se que nesse primeiro momento a regulação vigente está adequada e possui custos equilibrados, de forma que a sugestão não está descartada, mas seu eventual aproveitamento fica para uma eventual reforma da referida regulamentação.

Por fim, em atenção ao comentário de Barcellos Tucunduva sobre os FIF, cabe confirmar que aspectos qualitativos e comerciais ou negociais da atuação desses fundos, a exemplo dos termos e condições dos contratos de investimento e desinvestimento, ficam a cargo do seu gestor, inexistindo dever do administrador de fiscalizar a gestão nesse sentido.

3.14 Retenção de risco – utilização de ativos da carteira (art. 86, §§ 1º e 2º)

ABVCAP, Grupo de Gestores, Barcellos Tucunduva e Mattos Filho fizeram sugestões relacionadas à utilização de ativos da carteira como aval, fiança, aceite ou qualquer outra forma de coobrigação da



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

classe de cotas, no cumprimento de sua política de investimentos. Em suma, além de abordarem a notória eficiência que a utilização de garantias pode trazer a determinadas operações de mercado, argumentaram que os cotistas estarão protegidos pela responsabilidade limitada; as garantias de uma classe não contaminam o patrimônio das demais, dada a segregação patrimonial entre elas; e existirão limites a exposição ao risco de capital.

Optou-se por conferir maior flexibilidade à utilização de ativos da carteira como coobrigação de classe de cotas destinada a investidores qualificados, por entender que a prestação de garantias reais e fidejussórias em prol de operações da classe é uma atividade inerente à gestão da carteira de ativos, não consistindo exatamente em uma questão política ou de governança, que necessariamente requeira a atenção dos cotistas e, portanto, careça de deliberação em assembleia. Naturalmente, o regulamento pode dispor de modo mais restritivo, proibindo a prática, ou, em uma solução intermediária, estabelecendo parâmetros e limites para sua utilização.

Nesse primeiro momento, a medida não é de utilização por classes de investimento do público em geral, dado que a indisponibilidade de bens pela sua dação em garantia é prática pouco aderente à necessidade de liquidez característica desse público, mas mesmo esse público poderá autorizar a adoção da prática em assembleia geral, o que antes era prerrogativa exclusiva de investidores qualificados.

3.15 Gestão de liquidez (art. 92)

ANBIMA, ABVCAP, CFA Brazil, Benzecry & Pitta, Bocater, Empiricus/Vitreo, Grupo de Gestores, Felske Frigo, Mattos Filho, Vidigal Neto e André Luis Barsi fizeram diferentes sugestões relacionadas ao gerenciamento da iliquidez excepcional de ativos da classe aberta. A sugestão mais frequente foi no sentido de prever expressamente que cabe somente ao gestor zelar pelo adequado provimento de liquidez à classe.

Além disso, para além de refinamentos textuais, foram sugeridas novas ferramentas para lidar com a gestão de liquidez dos fundos, mais especificamente o fechamento da classe para resgates alcançar somente determinada subclasse de cotas; o gestor contrair um empréstimo em nome da classe para



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

honrar os resgates; a utilização de **Side Pocket**¹⁴ e barreiras aos resgates e a deliberação, pela assembleia, pelo pagamento de resgates em ativos financeiros.

Inicialmente, cabe destacar que, na nova abordagem regulatória para a prestação de serviços para os fundos, a opção prioritária foi por estabelecer de modo preciso e claro a qual agente cabe cada obrigação normativa, assim evitando a existência de atribuições em conjunto, que trazem insegurança quanto à responsabilização, bem como sobreposições de tarefas entre diferentes agentes, que reduzem a eficiência da operação.

O gerenciamento de liquidez é uma exceção à regra, dado que a natureza da atividade forçosamente requer que o gestor dos ativos (o gestor da carteira) atue de modo combinado com o gestor dos passivos (o administrador fiduciário), haja vista que o gerenciamento em tela requer equilíbrio entre entradas e saídas de caixa. Assim, essa tarefa foi excepcionalmente mantida como uma atribuição que cabe conjuntamente a administrador e gestor.

Note-se, entretanto, que, sem que se eximam de suas responsabilidades, nada impede que os prestadores de serviços essenciais se acertem livremente quanto ao atendimento do requisito normativo, seja formal ou operacionalmente, de modo a melhor delimitar direitos e obrigações de cada um em função de cada operação. Ademais, sob uma perspectiva de responsabilização administrativa, tendo em vista que ambos os agentes são regulados pela CVM, em cada caso concreto seriam analisadas as condutas de cada agente em separado, tendo em conta também o contrato entre as partes, de modo aderente ao art. 1.368-D, II, do Código Civil.

No que se refere às sugestões de cunho redacional, foram acatados os aprimoramentos sugeridos por ANBIMA, Empiricus/Vitreo e Vidigal Neto.

Reconhecendo o mérito de ferramentas preventivas de gestão de liquidez, foi aceita sugestão da ANBIMA de incorporar as “barreiras aos resgates” à regulamentação, por meio das quais o gestor, de acordo com parâmetros predefinidos, pode restringir os pedidos de resgate a determinado percentual do patrimônio líquido, devendo a barreira ser aplicada de modo equitativo entre os cotistas.

No que tange à utilização de **Side Pocket**, o mérito da proposta gira em torno de deixar a cisão a cargo da discricionariedade do gestor, visto que a utilização da ferramenta deve ser disciplinada em

¹⁴ Para fins de aplicação à indústria brasileira de fundos de investimento, trata-se da constituição de uma nova classe ou subclasse de cotas, que recepcionará os ativos ilíquidos da classe de cotas que enfrenta problemas, que assim remanesce ainda potencialmente operacional.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

regulamento, o que dispensa a anuência dos cotistas reunidos em assembleia. Nesse sentido, parece conveniente e especialmente oportuno – dada a aproximação das regras locais às práticas internacionais – dotar o mercado brasileiro da referida solução, razoavelmente comum em outros mercados.

Já a possibilidade de o fechamento de resgate ocorrer somente na subclasse em que o estresse teve origem parece contraproducente, uma vez que a liquidez da carteira de ativos, que é compartilhada por todas as subclasses, poderia ser drenada para as subclasses que permanecessem abertas para resgate, implicando em transferência indevida de riqueza entre em cotistas.

Esse fator de risco à eficiência do mercado é agravado pela possibilidade de subclasses destinadas a públicos com níveis significativamente diferentes de educação financeira e capacidade técnica e operacional poderem conviver na mesma classe de cotas.

Tampouco foi aceita a sugestão de permitir ao gestor contrair empréstimos para fins de pagamento de resgates pendentes, haja vista que essa solução é pouco aderente à sistematização proposta, na qual problemas estruturais de liquidez devem ser enfrentados pela comunhão de cotistas como um todo, sem, assim, criar o risco de que riqueza seja indevidamente transferida entre cotistas. Ademais, determinados efeitos da solução, tais como as despesas financeiras, o **disclosure** da adoção da medida e eventuais limites para o gestor, não foram objeto da manifestação do participante que trouxe a sugestão, o que contribui para que não tenha sido acatada.

Por fim, tampouco foi aceita proposta de que a assembleia convocada para lidar com o problema delibere pela entrega de ativos ao cotista que pediu resgate, tendo em vista que parece desarrazoado que o condomínio possa resolver seu problema transferindo-o para um condômino ou grupo de condôminos. Todavia, caso o cotista deseje receber o ativo em resgate, nos termos deliberados em assembleia, a matéria se restringe à vontade entre as partes.

3.16 Encargos (art. 117)

ANBIMA sugere alteração textual, no sentido de restar preciso e claro que os encargos pertencem às classes de cotas, titulares dos ativos. Se valendo de outra perspectiva, mas utilizando o mesmo racional, Uqbar aponta inconsistência entre prever a contratação do administrador e de outros prestadores de serviços em nome do fundo, mas debitar a taxa de administração das classes de cotas, bem como destaca possível confusão entre o que é encargo do fundo e o que é encargo do patrimônio segregado.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

Vieira Resende sugere que o administrador possa determinar a emissão de notas de débito para pagamento das despesas do fundo diretamente por seus cotistas, a serem rateadas proporcionalmente à participação de cada cotista, sem emissão de novas cotas, mesmo que o fundo esteja com patrimônio líquido positivo, nas hipóteses em que seus ativos líquidos forem insuficientes para o custeio de obrigações vencidas ou vincendas no curto prazo.

Em atenção às observações de ANBIMA e Uqbar, é oportuno destacar que, por força do disposto no art. 1.368-C do Código Civil, ainda que as operações da carteira de ativos sejam conduzidas em nome das classes de cotas, que são onde se encontram os patrimônios (segregados), formalmente a legislação disciplina o funcionamento dos fundos. Desse modo, sob uma perspectiva formal é o fundo de investimento que arca com a remuneração de serviços e com os custos das operações da carteira de ativos.

Esse descompasso entre formalidade e materialidade foi enfrentado por meio de um modelo no qual o regulamento estabelece a forma como as despesas e contingências devem ser rateadas entre as classes de cotas (art. 48, § 1º, IV e V), em uma tentativa de evitar que ocorra transferência indevida de riqueza entre as classes. O rateio deve ser operacionalizado pelo administrador (art. 117, § 1º).

Ou seja, as classes, materialmente operacionais, que são titulares dos ativos, originam os recursos para pagar os encargos do fundo, de acordo com critérios pré-definidos. Como complemento, o encargo que não é de responsabilidade do fundo deve ser arcado pelo prestador de serviços essencial que o originou, assim saindo de sua taxa (118, § 1º).

Nesse modelo, caso uma classe deixe de contribuir com a parcela que lhe cabe no rateio de encargos do fundo, estar-se-á, possivelmente, diante de uma hipótese de insolvência da classe de cotas inadimplente.

A sugestão de Vieira Resende não foi acatada, dado que um eventual problema de caixa na classe de cotas de FIF possui tratamento sistematizado na Resolução, para todos os credores, nas regras dedicadas à iliquidez excepcional e, no limite, insolvência, inexistindo fundamento que justifique uma intervenção da regulamentação de mercado para mitigar riscos dos prestadores de serviços – questão de preço em livre mercado somente.

Por outro lado, acatou-se sugestão de permitir que, satisfeitos determinados requisitos, como notadamente a previsão no regulamento, doações para o Terceiro Setor possam ser efetuadas diretamente pelo fundo aos beneficiários, com recursos atinentes às taxas do administrador ou gestor



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

(118, § 2º). Com essa medida a CVM procura participar do suporte que o mercado de capitais – como um todo – pode oferecer à [Agenda de Desenvolvimento Sustentável das Nações Unidas](#).

ANBIMA, ABVCAP, ANCORD, Grupo de Gestores, Sparta, Solis, Koga, Mattos Filho, Saback Dau Bokel, CERC, B3, HSI, Barcelos Tucunduva e Böing Gleich fizeram sugestões relacionadas à inclusão de novos encargos na regra, maior especificação de encargos já existentes e aproveitamento, na regra geral, de provisões já existentes em regras de fundos estruturados. Em linhas gerais, os participantes tiveram por motivação aproximar o rol da regulamentação da rotina operacional dos fundos.

Uma das sugestões mais comuns foi estabelecer que as despesas com realização de assembleia de cotistas constituam encargos do fundo. Do mesmo modo, foi comum a sugestão de incluir a taxa de custódia dentre os encargos. Outra sugestão efetuada por mais de um participante foi prever a existência de despesas com “serviços jurídicos” (consultorias, análises etc), apartadas dos honorários de advogados.

ABVCAP, Grupo de Gestores e Mattos Filho, em conjunto, fizeram uma sugestão mais inovadora, qual seja, permitir ao gestor contrair empréstimo em nome da classe de cotas para pagar encargos. O mesmo grupo lembra que a solução que delega aos cotistas a decisão de incorrer em despesas não previstas no regulamento é de pouca ou nenhuma utilidade prática, dado serem inconciliáveis a dinâmica de operações de mercado e os prazos e formalidades relacionados à realização de uma assembleia de cotistas, que, ademais, não raro tem que lidar com absenteísmo.

SEAE sugere que o administrador possa estabelecer no regulamento a lista de encargos do fundo ou, alternativamente, com base em práticas recomendadas pela IOSCO¹⁵, que a CVM preveja os encargos que não poderiam ser arcados pelo fundo, sendo tudo o mais admissível. Considera que abusos cometidos por um administrador certamente reduziram sua competitividade no mercado.

Inspirado na experiência dos FIP, Barcelos Tucunduva propõe que nas classes restritas os encargos possam ser livremente estabelecidos no regulamento, por deliberação da assembleia de cotista ou por decisão de prestador de serviços essencial.

Inicialmente, em uma abordagem conceitual, é oportuno esclarecer a lógica aplicável à determinação sobre o que deve ou não ser constituído como um encargo do fundo. Nesse sentido, de forma coerente com o racional aplicável à contratação de serviços, a opção foi por deixar expressas, na regra geral, todas as despesas derivadas de atividades consideradas usuais na maior parte dos fundos

¹⁵ [Good Practice for Fees and Expenses of Collective Investment Schemes](#)



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

de investimento, independentemente de sua categoria. Nos anexos normativos, as especificidades de cada categoria foram acrescentadas.

Ademais, aí já em reação a manifestações da audiência que pediam uma regulamentação ainda mais detalhada, alcançando mais encargos, destaque-se que existem atividades características, inerentes às atividades de administração fiduciária e gestão de recursos, as quais, por essa razão, não tem origem nos fundos de investimento, assim não devendo constituir seu encargo.

Foi acatada a sugestão de ANBIMA de eliminar a taxa total de serviços, o que prejudica algumas sugestões recebidas, tais como parte da manifestação conjunta de ABVCAP, Grupo de Gestores e Mattos Filho, que sugeria uma maior flexibilização no estabelecimento de encargos, pautada pela existência de um limite. A opção por não estabelecer um limite quantitativo para as despesas com serviços deriva da existência de limites dados pelo regulamento, que somente podem ser excedidos por deliberação dos cotistas.

A matéria requer atenção do regulador pois, sem qualquer limite, é demasiado o risco de que o patrimônio se esvaia em despesas extraordinárias, pouco passíveis de questionamento pelos cotistas após incorridas. A punição em termos de reputação e, assim, redução da competitividade comercial, não repõe a perda dos cotistas e, assim, não mitiga o prejuízo à formação de poupança no longo prazo. Ademais, uma eventual punição requereria a identificação do problema por parte dos investidores, e se é razoável esperar que investidores qualificados estejam atentos às despesas, o mesmo não se pode esperar do público em geral.

Ainda em atenção ao trio ANBIMA, Grupo de Gestores e Mattos Filho, em que pese a pertinência do argumento de que assembleias podem ser caras, morosas e pouco úteis, registre-se a expectativa de que soluções eletrônicas para ouvir os cotistas facilitem a utilização do arranjo proposto para lidar com as despesas extraordinárias.

A sugestão de incluir a taxa máxima de custódia dentre os encargos não foi acatada porque essa despesa não é incorrida por todos os fundos de investimento (e.g. FII de ativos reais). Tampouco foi acatada sugestão no sentido de se extrapolar a remuneração de advogados para além dos usuais honorários. Todavia, foram acatadas sugestões de inclusão de outras despesas, a saber:

- realização de assembleia de cotistas;
- constituição, fusão, incorporação, cisão, transformação e liquidação;
- manutenção de ativos cuja propriedade decorre de garantias ou acordos com devedores;



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

- distribuição primária de cotas da classe fechada;
- taxa máxima de distribuição; e
- montantes devidos a classes investidoras, na hipótese de acordo de remuneração com base na taxa de administração, performance ou gestão podem ser encargos da classe investida.

Em relação a esse último encargo, destaque-se que a proposta conjunta de ABVCAP, Grupo de Gestores e Mattos Filho menciona também a taxa de performance, que não faz parte da regra geral por não ser uma taxa oponível a todo o tipo de fundo. Esse ponto será retomado na seção sobre os FIF.

No tocante à manifestação de SEAE, não parece que o arranjo regulatório efetivamente colida com as recomendações da IOSCO, mas que as recomendações são atendidas de modo mais aderente ao sistema jurídico brasileiro.

3.17 Patrimônio líquido negativo (art. 122)

ABIPAG defende que novas subscrições de cotas sejam permitidas em caso de patrimônio líquido negativo, viabilizando o aporte de recursos por cotistas para aumentar a disponibilidade de caixa ao fundo, desde que a integralização de tais cotas seja feita na mesma data da subscrição.

ANBIMA sugere profundo rearranjo, contemplando: (i) novos procedimentos a serem adotados pelo administrador tão logo verifique que o patrimônio líquido está negativo; (ii) procedimentos para lidar com a hipótese de o patrimônio líquido deixar de ficar negativo antes da convocação da assembleia e após a convocação da assembleia, mas antes de sua realização, ambas hipóteses que dispensam a reunião dos cotistas em assembleia; e (iii) a possibilidade de a classe de cotas tomar empréstimo para superar o patrimônio líquido negativo.

ANFIDC considera que a classe para a qual foi verificado patrimônio líquido negativo deve ser cindida do fundo de investimento, tornando-se um novo fundo com os mesmos prestadores de serviços e com um regulamento de mesmo teor. De modo análogo, Vidigal Neto defende que, uma vez assegurada a ciência dos subscritores, seja permitida a subscrição de novas cotas para cobrir o patrimônio líquido negativo, ainda que anteriormente a realização da assembleia de cotistas que lidará com a matéria.

BID também propõe um rearranjo, no qual o foco da regulamentação é transferido do “*patrimônio líquido negativo*” para a denominada “*Situação de Insolvência*”, definindo-a como “*ausência de patrimônio suficiente para o pagamento das obrigações do fundo de investimento, a ser verificado pelo administrador*”. Em breve resumo, as situações de insolvência seriam verificadas pelo administrador em



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

bases periódicas, previstas no regulamento. BID sugere, ainda, a inclusão de dispositivo consignando de modo inequívoco que é permitida a manifestação dos credores na assembleia de cotistas que estiver lidando com o patrimônio líquido negativo.

De modo similar ao proposto por BID, Barcellos Tucunduva sugere que a regulamentação trate do “*patrimônio insuficiente*”, distinto do “*patrimônio líquido negativo*”, por abranger também as hipóteses de fundos com carteiras formadas por ativos ilíquidos, incapazes de originar caixa para fazer frente a suas despesas.

Itaú e Felske Frigo divergem no tocante à atribuição de responsabilidade pela elaboração do plano de resolução do patrimônio líquido negativo, com o banco defendendo que a tarefa deve ser atribuída ao gestor e o escritório de advocacia que deve ser uma atribuição conjunta dos prestadores de serviços essenciais.

Machado Meyer lembra que, por conta da dinâmica de gestão da carteira de ativos, o patrimônio líquido de determinada classe pode ficar negativo temporariamente, o que não necessariamente é um problema, caso a classe permaneça capaz de arcar com suas obrigações pontualmente. Isto posto, propõe que a insolvência civil fique reservada para casos excepcionais, em que o patrimônio líquido efetivamente venha a ensejar a inadimplência da classe de suas obrigações pecuniárias, ou represente risco concreto de que isso ocorra.

Vieira Resende sugere a inserção de comando relacionado à recomposição do patrimônio das classes com responsabilidade ilimitada dos cotistas, que se daria por meio de chamadas de capital aos cotistas. Vieira Resende sugere, ainda, a inserção de três dispositivos complementares. Um deles prevendo que ou os cotistas fazem uma escolha em assembleia ou o administrador deve solicitar a declaração de insolvência do veículo de investimento. As duas outras sugestões atribuem ao administrador tarefas operacionais, já dedicadas à liquidação dos ativos em si, relacionadas à elaboração de um plano de liquidação (ordenada), a ser submetido ao Judiciário quando do pedido de declaração da insolvência.

As sugestões de ABIPAG e Vidigal Neto foram ambas acatadas, de modo que a subscrição de novas cotas para recompor o patrimônio líquido negativo passa a ser admitida, ainda que antes de eventual deliberação da assembleia de cotistas nesse sentido.

No que se refere à sugestão de ANFIDC, a cisão total da classe com patrimônio líquido negativo é uma medida por demais generalista, e onerosa, para ser imposta como um padrão pela regulamentação.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

É certo que a cisão é uma das alternativas legítimas possíveis para lidar com a matéria, mas não a única, de forma que a proposta não foi acatada.

A proposta de rearranjo de ANBIMA foi acatada, de modo que o Capítulo que trata de patrimônio líquido negativo foi sensivelmente alterado. Cabe destacar a aceitação da proposta de incorporar à regulamentação a possibilidade de a classe de cotas contrair empréstimos para superar o patrimônio negativo – a existência do instituto de limitação de responsabilidade de investidores viabiliza a medida. Trata-se de passo tático, no sentido de liberar a tomada de empréstimos pelas classes, permitindo-o de modo circunstanciado, mas já testando a ferramenta para eventuais reformas futuras.

Destaque-se a opção por deixar a medida a cargo dos prestadores de serviços essenciais, a ser eventualmente contemplada no plano de resolução do patrimônio negativo, e não estabelecer a medida como uma possibilidade a ser deliberada pela assembleia, dado que não se pode esperar que toda classe de cotas tenha crédito no mercado.

Em resposta às observações de Itaú e Felske Frigo, a opção foi por acatar a sugestão do segundo, de modo que a elaboração do plano de resolução do patrimônio negativo passa a ser uma atribuição não somente do administrador fiduciário, mas de ambos os prestadores de serviços essenciais, em conjunto, o que, note-se, é uma das poucas exceções à preferência por individualizar as responsabilidades.

Quanto à manifestação de Barcellos Tucunduva, considera-se que o gerenciamento do caixa faz parte da rotina operacional das classes de cotas, de forma que a efetiva materialização da hipótese aventada se trata de um evento extraordinário. De todo modo, nada impede que um credor requeira a insolvência da classe de cotas, o que seria de fato uma solução grave para um problema idem. Note-se, ainda, que nada impede que administrador e gestor se antecipem à inadimplência crônica, adotando medidas junto aos cotistas para superar o problema estrutural, tais como liquidar a classe de modo ordenado, sem vilipendiar o patrimônio, de modo a pagar os encargos devidos e distribuir o capital remanescente de modo justo e equitativo.

Em atenção à manifestação de BID, considera-se que a verificação do patrimônio líquido é uma métrica objetiva, quantitativa, calculada por um método passível de verificação e, assim, plenamente adequada ao fim a que se destina no caso concreto, que é servir de gatilho para determinadas ações. Ademais, um acompanhamento de cunho permanente, porém adaptado à rotina do administrador, parece mais adequado que algo episódico. Dessa forma, sua sugestão não foi acatada.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

Já a sugestão de BID no sentido de garantir expressamente que os credores podem (o que é diferente de devem) se manifestar na assembleia de cotistas foi aceita, dada a conveniência de prover segurança à possibilidade. A manifestação, contudo, terá que ser informada na ata de convocação da assembleia ou, alternativamente, autorizada pela Mesa ou pelos cotistas presentes.

No que se refere à manifestação de Machado Meyer, de fato a regulamentação visa lidar somente com situações estruturais, nas quais o patrimônio líquido negativo resulta ou pode resultar na incapacidade de a classe de cotas honrar suas obrigações. Isto posto, a regra foi aprimorada, de modo que, a partir da avaliação conjunta de que a ocorrência do patrimônio líquido negativo não representa risco à solvência da classe de cotas, os prestadores de serviços essenciais possam deixar de adotar os procedimentos previstos na norma.

Não foi acatada a sugestão de Vieira Resende de recomposição por meio de chamadas de capital, dado que essa recomposição é uma decisão que não compete ao regulador, não cabendo impô-la como regra. Cabe lembrar, por oportuno, que a responsabilidade ilimitada foi a regra da indústria brasileira de fundos de investimento durante décadas, tendo funcionado a contento sem que a regulamentação tivesse que conter a prescrição sugerida.

Ainda no tocante à manifestação de Vieira Resende, foi acatada a sugestão de, na omissão dos cotistas, determinar que o administrador solicite a declaração judicial de insolvência da classe de cotas, mas não foram acatadas as sugestões relacionadas à elaboração e utilização de um plano de liquidação, dado que então a competência da CVM na matéria já teria se esgotado pela transformação da classe de cotas em um condomínio insolvente. De todo modo, cabe lembrar a existência de um robusto sistema de liquidação, que inclusive conta com um plano de resolução, o qual, uma vez efetivamente utilizado, tende a prevenir a necessidade de intervenção do Judiciário – o condomínio pode ser liquidado ainda enquanto uma classe de cotas regulada pela CVM.

3.18 Insolvência (arts. 122, § 4º, IV, 123 e 125, caput)

ANFIDC, ANBIMA, ABVCAP, Itaú, Grupo de Gestores e Mattos Filho, Barcelos Tucunduva, Chediak, Menezes Martins, Pinheiro Neto, Stocche Forbes, VBSO, Vidigal Neto e Velloza apresentaram extensa e variada fundamentação para que se efetue uma leitura menos literal do § 1º do art. 1.368-E do Código



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

Civil¹⁶, de modo que reste preciso e claro da regulamentação que a insolvência de uma classe de cotas não afeta o patrimônio e as operações de outras classes de cotas ou do fundo de investimento como um todo.

Para além da hermenêutica jurídica, o argumento mais utilizado foi o prejuízo à aplicação material das inovações trazidas pela LLE caso, em uma estrutura no qual existe separação patrimonial, problemas em uma classe possam causar efeitos em classes sem problemas.

Considerando o requisito de separação patrimonial entre as classes de cotas, foram acatadas as sugestões dos participantes, de forma que, a despeito do texto literal da lei, a regulamentação expressamente faz menção à insolvência da classe de cotas, em linha com a interpretação mais aderente à materialidade, tendo em vista que se trata do efetivo titular da carteira de ativos.

B3 aponta aprimoramentos na regra para melhor lidar com os procedimentos relacionados à insolvência, destacando: (a) esclarecimento sobre a aplicação do procedimento às cotas de classe aberta e fechada e como funcionará nos casos dos fundos híbridos; (b) a possibilidade de suspensão da negociação das cotas no mercado secundário durante os procedimentos, inclusive nos casos em que o valor da cota estiver negativo; e (c) a quem competirá a decisão sobre a suspensão de negociação das cotas – se a cargo da CVM, ou da administradora do mercado organizado onde as cotas são negociadas.

Tendo em vista a novidade da aplicação do procedimento da insolvência civil aos fundos de investimento, trazida pela LLE, na visão da B3 é relevante incluir no texto da norma a previsão expressa de quem são os atores que podem solicitar a insolvência, os quais, na sugestão de texto da bolsa, além da CVM seriam os próprios cotistas e credores.

Considerando que, para fins de aplicação de regras relacionadas ao mercado secundário, as cotas de classes fechadas são valores mobiliários similares aos demais passíveis de negociação, revela-se mais conveniente que eventuais modernizações sejam efetuadas nos regulamentos das entidades administradoras de mercados organizados, que devem ser aprovados pela CVM. Ainda em atenção à referida manifestação, cabe esclarecer que os procedimentos de liquidação são oponíveis a todas as classes de cotas, independentemente de sua categoria, no que couber.

Já no que se refere à sugestão de maior especificação quanto aos agentes que podem solicitar ao Judiciário a declaração de insolvência da classe de cotas, cabe à regulamentação de mercado disciplinar

¹⁶ “Se o fundo de investimento com limitação de responsabilidade não possuir patrimônio suficiente para responder por suas dívidas, aplicam-se as regras de insolvência previstas nos arts. 955 a 965 deste Código”.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

somente como se dão as participações da CVM e dos cotistas, o que nesse último caso é feito por meio da assembleia. Credores e eventuais outros agentes econômicos não carecem das regras de mercado para poderem atuar.

3.19 Transição (arts. 134 a 136 e 140)

Freitas Leite solicita que seja esclarecido o tratamento a ser conferido aos FIDC e aos FII que tenham, na data da entrada em vigor da Resolução, administradores fiduciários que não possuam registro na CVM como administradores de carteiras de valores mobiliários.

Em termos de vigência, ANBIMA sugere uma alternativa de escalonamento, por meio da qual a norma entraria em vigor em 60 dias contados de sua publicação, exceto determinados dispositivos, que entrariam em vigor em 6 meses após iniciada a vigência (8 meses ao todo). B3, por seu turno, sugere um prazo de vigência de 180 dias para todas as matérias. De modo alinhado à ANBIMA, Benzecry Pitta requer que existam regras de transição contemplando a exposição ao risco de capital, notadamente no que se refere às classes de cotas destinadas ao público em geral.

Com base no argumento de que a adaptação do estoque de fundos em funcionamento representa grande desafio tecnológico e operacional, dado o tamanho desse mercado e a complexidade e variedade das alterações que estão sendo promovidas, ANBIMA sugere 24 meses de prazo para que seja concluída a adaptação do estoque de fundos em funcionamento. B3 sugere o mesmo prazo para que o mercado conclua os ajustes decorrentes da estrutura de classe de cotas e patrimônios segregados.

Utilizando o mesmo racional derivado da magnitude da tarefa, ABIPAG, Barcellos Tucunduva, ABVCAP, Grupo de Gestores e Mattos Filho consideram que 180 dias após a publicação é um prazo razoável para a adaptação do estoque. ANCORD não faz uma sugestão de prazo de adaptação do estoque, mas reforça a preocupação geral do mercado com o impacto das mudanças nas rotinas operacionais da indústria de fundos de investimento.

O questionamento de Freitas Leite é especialmente oportuno, dada (i) a possibilidade de ora se disciplinar a administração de FII de modo melhor sistematizado, com base no § 2º do art. 1.368-C da Lei 10.406, de 2002; e (ii) a necessidade de fazê-lo, por conta do novo arranjo regulatório, no qual administradores fiduciários e gestores de recursos são igualmente prestadores de serviços essenciais para a operação.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

Em atenção ao participante, inicialmente cabe lembrar que FII e FIDC recebiam tratamentos distintos, posto que a regulamentação dos FII requeria do administrador registro na CVM caso o fundo investisse parcela superior a 5% de seu patrimônio em valores mobiliários, nos termos do § 1º do art. 28 da Instrução CVM 472, de 2008, combinado com o disposto no § 3º do art. 1º da Resolução 21, de 2021.

Dada a nova sistemática, na qual o gestor do fundo adquire maior proeminência na operação, bem como posta a necessidade de revisar e consolidar os atos normativos da CVM, doravante os administradores fiduciários de FII deverão todos ser registrados na Autarquia como administradores de carteiras de valores mobiliários, sendo aplicável o prazo de 24 meses para adaptação dos fundos em funcionamento à nova regulamentação (e, portanto, para obtenção do registro por parte dos administradores que não o possuem, se for o caso).

Já no que se refere aos FIDC, ora já inexistente hipótese de o administrador e o gestor não serem registrados na CVM para a prestação de serviços de administração de carteira, nos termos do art. 1º, § 3º, da Resolução CVM 21, de 2021.

No que se refere à vigência da regra, com base nas reações da audiência pública, optou-se por uma solução intermediária entre a proposta de escalonamento de ANBIMA e a **vacatio legis** sugerida pela maior parte dos participantes. Assim, bem como considerando o requerimento formal para que se estabeleça uma data certa para o início da vigência da regra, a nova regulamentação entrará em vigor em 3/4/2023 (art. 140, **caput**).

Há exceções¹⁷ (art. 140, parágrafos), eminentemente relacionadas à necessidade de os agentes de mercado e o regulador desenvolverem e implementarem processos e sistemas eletrônicos para fins de dar efetivo cumprimento à regulamentação. Para tais casos, a vigência da norma foi postergada, com destaque para os dispositivos relacionados à existência de classes e subclasses, cuja vigência se inicia em 1º/4/2023 – 12 meses, portanto, após a entrada em vigor da norma como um todo.

Por fim, no que tange à adaptação ao novo marco regulatório dos fundos em funcionamento quando da publicação da norma, optou-se por estabelecer prazo final em 31/12/2024 para conclusão da tarefa, o que confere aos agentes de mercado um prazo total de cerca de 2 anos, com exceção dos FIDC, que devem ser adaptados até 31/12/2023.

¹⁷ Remuneração dos prestadores de serviços e sua evidenciação; exposição a risco de capital nos FIF; novas responsabilidades e controles dos gestores nos FIDC, elaboração da lâmina de informações básicas de FIDC e possibilidade de estruturação de fundos com classes e subclasses.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

4. Fundos de Investimento Financeiro – FIF (Anexo Normativo I)

4.1 Ativos financeiros (art. 2º, I)

Grupo de Gestores sugere que os FIF possam adquirir ações de emissão de companhias fechadas, até um determinado limite, e, de modo complementar, que a regra preveja que o gestor deve possuir procedimentos de acesso às informações e documentos necessários para a precificação e avaliação de ações e debêntures que não sejam de emissão de companhias abertas.

Com base no Decreto nº 10.229, de 2020, SEAE alerta que deve ser evitado que a inexistência de referência expressa a um ativo específico implique em óbices ao desenvolvimento de seu mercado.

A aquisição de ações de companhias fechadas é afeita aos fundos de investimento em participações, a constarem do Anexo Normativo IV, veículo idealizado justamente para viabilizar a participação da poupança pública em companhias que não estão sujeitas à regulamentação da CVM. Nesse sentido, frise-se que a atenção do regulador não se limita ao aspecto informacional, relacionado à formação eficiente de preços, mas alcança também as condutas dos agentes e outras matérias. Isto posto, a proposta do Grupo de Gestores não foi acatada.

Quanto à manifestação de SEAE, considerando que os FIF são destinados a aplicação em ativos financeiros, bem como os acréscimos e rearranjos já efetuados no rol de ativos elegíveis (tratados mais adiante), ora não se visualizam outras possibilidades a serem contempladas. Todavia, é pertinente a preocupação com a possibilidade de criação de novos ativos financeiros, com novas denominações, que poderiam ficar de fora das aplicações dos fundos por uma questão formal. A propósito, ainda que porventura no futuro venha a ser necessária a inclusão expressa de um determinado ativo no rol, considerou-se que a ação normativa estaria respaldada pelo art. 4º do Decreto nº 10.411, de 2020, pelo que poderia ser conduzida em curto prazo de tempo, sem análise de impacto regulatório.

Por fim, a título de esclarecimento, registre-se que, para fins da aplicação do Anexo I:

- os ETF-Internacional não estão sujeitos aos requisitos impostos às aplicações em fundos e outros veículos de investimento no exterior (art. 42, § 4º); e
- os títulos de securitização (art. 2º, XIX) compreendem os certificados de recebíveis do agronegócio, os certificados de recebíveis imobiliários e as debêntures de securitização, mas não somente, nos termos do Marco Legal da Securitização¹⁸.

¹⁸ Lei 14.430, de 2022.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

Stocche Forbes sugere 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 expressamente incluídos no rol de ativos financeiros.

A partir da manifestação de Stocche Forbes e interações decorrentes, notadamente com o Ministério do Meio Ambiente, foi identificada uma oportunidade para que a regulamentação de mercado colabore com o desenvolvimento local daquilo que se convencionou chamar “mercado de créditos de carbono”. Nesse sentido, optou-se por permitir a aplicação das classes de cotas em ativos ambientais que já podem ser encontrados no ordenamento jurídico brasileiro: créditos de descarbonização – CBIO e créditos de carbono¹⁹. A iniciativa fornece um primeiro recorte mais preciso da forma como a regulamentação de mercado pode lidar com os largamente chamados “ativos ambientais”.

Destaque-se que a elegibilidade dos ativos ambientais às carteiras dos FIF carece do preenchimento de requisitos previstos na norma – registro em sistema de registro e de liquidação financeira de ativos autorizado pela CVM ou pelo Banco Central ou admissão à negociação em mercado administrado por entidade administradora de mercado organizado autorizado pela CVM (art. 2º, I, “c”).

A sugestão de Stocche Forbes alcançou os mercados regulado e voluntário de créditos de carbono, equiparando-os, mas a opção da regulamentação foi por restringir a participação dos FIF aos mercados regulados de redução de emissões que contam com autorizações – e, portanto, algum controle – exercidos por autoridades governamentais.

Essa opção segue uma tendência iniciada no mercado europeu, que trata as autorizações para emissões de gases do efeito-estufa como ativos financeiros²⁰, mas não confere o mesmo tratamento aos títulos representativos de reduções e remoções de gases feitas de maneira voluntária.

A propósito, é oportuno registrar que, a rigor técnico, a essência econômica e as características dos créditos de carbono os afastam dos ativos financeiros, de forma que a aplicação desse conceito no caso concreto se trata da utilização instrumental do mercado financeiro, suas regras, plataformas e agentes, no desenvolvimento do mercado de ativos ambientais. Trata-se de uma política pública, portanto, mas o mercado de capitais pode colaborar também de outras maneiras, notadamente por

¹⁹ Lei 13.576, de 2017, e Decreto 11.075, de 2022.

²⁰ **Directive 2014/65/EU on Markets in Financial Instruments (MiFID II)**



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

meio da estruturação de produtos, típicos de mercado, que suportem o desenvolvimento do mercado de carbono, tais como – só exemplos - derivativos e certificados de recebíveis.

No caso do mercado voluntário, que configura o modelo denominado **offset**, se trata de um mecanismo de compensação de emissões, pouco afeito a fundos dedicados a ativos financeiros. A opção por limitar a participação dos FIF ao mercado regulado não significa descuido com os créditos de carbono transacionados no mercado voluntário: é provável que futuramente a CVM venha a ouvir o público sobre a possibilidade de esses ativos serem elegíveis à(s) outra(s) categoria(s) de fundo(s).

A escolha em relação aos FIF foi determinada pela necessidade de, em nome de sua competitividade, dotar o mercado brasileiro de características próximas os mercados mais desenvolvidos. Os mercados de carbono da Califórnia e europeu utilizam um sistema **cap-and-trade**, no qual autoridades governamentais estabelecem um quantitativo total de emissões anuais e concedem as permissões ou direitos de emissões (denominados **allowances**) para empresas que emitem gases de efeito-estufa no curso de suas operações. Essa sistemática mantém o total de emissões sujeito a um limite, e obriga os poluidores ou a manterem suas emissões de gases limitadas (**cap**) à permissão recebida ou a comprarem (**trade**) créditos de carbono daqueles agentes que emitiram gases em volume inferior ao permitido (o que eventualmente pode ser complementado por aquisição de créditos de carbono no mercado voluntário).

Existe ciência do fato de que o mercado regulado brasileiro de créditos de carbono atualmente não está estruturado em torno do sistema **cap-and-trade**, o que em tese pode reduzir o alcance ou mesmo tornar imaterial a iniciativa da CVM. Todavia, a legislação e regulamentações aplicáveis à matéria ainda se encontram em debate, o que inclui, mas não se limita, a iniciativas parlamentares e administrativas, pelo que nada impede que esse sistema venha a ser utilizado também no Brasil.

Por fim, cabe ressaltar que ativos financeiros tradicionais podem voluntariamente se revestir de características socioambientais (adicionalidades socioambientais positivas), sem que seja necessário que a regulamentação de mercado trate o tema de modo invasivo. Assim, reitera-se que a participação dos fundos de investimento nessa nova fronteira de mercado comumente denominada “Finanças Sustentáveis” pode ir além da operação com os ativos ambientais acima referidos.

VBSO sugere que seja permitida a aquisição de criptoativos em hipóteses nas quais a existência ou exigibilidade do ativo seja garantida por uma instituição financeira ou equiparada. Em conjunto, Grupo de Gestores e Mattos Filho defendem que permitir a aplicação em criptoativos no Brasil se trata de mera



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

equiparação com a permissão já concedida para aplicações de recursos no exterior, nos termos do Ofício Circular 11/2018/CVM/SIN. B3 faz a mesma proposta de inclusão de criptoativos no rol de ativos elegíveis aos FIF, com base em uma demanda crescente do mercado. Al Nebrand sugere que mesmo os fundos dedicados ao público em geral possam adquirir criptoativos.

De modo diverso dos demais participantes, mas na mesma linha conceitual, SEAE sugere fazer menção expressa às criptomoedas entre os ativos financeiros. Também de modo alternativo, Empiricus/Vitreio sugere que seja feita menção expressa a “fundos de índice de criptoativos”.

Em atenção às manifestações da audiência pública, a sugestão foi acatada e os criptoativos foram inseridos no rol de ativos sujeitos à aplicação por parte dos fundos de investimento por equiparação, nos mesmos termos do que foi feito para os ativos ambientais, conforme box anterior. Adicionalmente, o termo criptoativo passa a ter definição na regulamentação para fins unicamente de aplicação dos FIF.

O foco da solução esteve em permitir que os fundos possam operar esse novo segmento de mercado, sem, entretanto, fragilizar os controles relacionados à existência, integridade e titularidade dos ativos – uma clássica preocupação da regulamentação de fundos. Nesse sentido, também foi cogitada a utilização da solução proposta por VBSO, no sentido de atribuir a responsabilidade pela existência, integridade e (controle de) titularidade dos criptoativos a um agente regulado, mas optou-se pela solução que se mostra melhor sistematizada com os demais ativos elegíveis aos FIF.

Cumprir alertar, ainda, que a norma foi concebida considerando a edição futura de legislação específica, que conferirá a base legal para as entidades que atuem na negociação de criptoativos (conhecidas como **exchanges**). Assim, foi inserida previsão quanto à necessidade de a negociação, seja ela realizada no Brasil ou no exterior, seja realizada em entidades autorizadas por órgãos reguladores financeiros, de forma a garantir que as negociações ocorram em ambientes regulados.

Além disso, se espera que as diligências dos prestadores de serviços, cada qual em sua esfera de atuação, sejam compatíveis com os riscos específicos desse mercado – PLD/FTP, gestão de liquidez, avaliação de ativos, gestão de riscos, controles de ativos e passivos, enfim, a descentralização promovida pela tecnologia em nada prejudica o cumprimento da regulamentação.

Ademais, vale destacar que o conceito de criptoativos, no contexto deste Anexo Normativo I, não abrange os ativos financeiros e valores mobiliários que estejam representados digitalmente na forma de **tokens**. Isto é, a classificação dos valores mobiliários e demais ativos financeiros tradicionais,



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

tais como ações, debêntures, CDB, cotas de fundos, dentre outros, não se altera a depender de sua forma de representação. Portanto, para fins de aplicação dos limites previstos no Anexo Normativo I, o conceito abrange apenas o que não for classificado nos demais incisos, tais como as criptomoedas (bitcoin, ethereum etc).

Diante do acima exposto, a sugestão de SEAE resta superada; em resposta à Empiricus/Vitreo, cabe esclarecer que inexistente óbice à aplicação de recursos dos fundos em ETF de criptoativos, observada a regulamentação aplicável; e, em atenção a AI Nebrand, cabe informar que existem fundos elegíveis ao público em geral que podem aplicar a totalidade de recursos no exterior.

4.2 Aplicação em cotas (art. 2º, VI, e art. 3º, § 1º)

ANBIMA sugere definição alternativa para “classe de investimento em cotas”, que faça referência ao Anexo Normativos de uma maneira em geral e possa ser replicada nas demais categorias de fundos.

Seguindo tendência iniciada com a reforma dos FIF, em 2016, optou-se por reformular a dinâmica dos investimentos de fundos em cotas de outros fundos, eliminando a necessidade de um fundo ser necessariamente caracterizado como um fundo de cotas para poder fazê-lo. No caso dos FIF, essa nova lógica foi implementada por meio do conjunto das seguintes medidas:

- (i) toda classe de cotas de FIF pode aplicar recursos em classes de outros FIF, desde que de maneira aderente a sua política de investimentos (que, por sua vez, deve ser aderente à categoria do fundo);
- (ii) o investimento de classes em cotas de outros fundos deixa de estar sujeito aos limites de concentração por emissor;
- (iii) as aplicações de classes de FIF em cotas de FIDC, FII e FIP são flexibilizadas em relação à regulamentação anterior;
- (iv) as cotas de FIAGRO passam a ser expressamente reconhecidas como um ativo elegível à carteira dos FIF;
- (v) caso a classe seja uma autodenominada “classe de investimento em cotas”, deve investir no mínimo 95% do patrimônio líquido em classes de cotas da mesma categoria (assim emulando o antigo fundo de investimento em cotas); e
- (vi) caso o fundo conte somente com classes de investimento em cotas, sua denominação pode adotar a denominação “fundo de investimento em cotas”.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

Esse conjunto de medidas simplifica e flexibiliza o investimento entre as classes, assim colaborando para reduzir custos de observância, o que aumenta a eficiência dos veículos de investimento coletivo na alocação de recursos dos investidores.

A regulação assim permite que as inovações da LLE floresçam sem que a tradicional estrutura **Master-Feeder**²¹ tenha que deixar de ser utilizada, passando a ser somente uma dentre outras alternativas de estrutura operacional, de livre escolha pelos agentes de mercado. Assim, a regulamentação não impõe qualquer tipo de descontinuidade à indústria, nem tampouco provoca insegurança quanto à aplicação das regras tributárias, que não raro se valem da denominação dos produtos.

Por fim, cabe ressaltar que, dada a necessária segregação entre os patrimônios das classes, sob a perspectiva exclusiva da regulamentação de mercado a aplicação de recursos de uma classe em cotas de outra classe do mesmo fundo requereria o devido **disclosure** somente. Todavia, considerando que essa prática poderia enfraquecer para outros agentes a percepção de existência de efetiva segregação patrimonial entre as classes, nesse primeiro momento optou-se por uma escolha mais conservadora, de modo que classes do mesmo fundo não devem fazer aplicações entre si.

4.3 Taxa de performance (Seção II do Capítulo VII)

ANBIMA sugere que o **benchmark** possa ser definido livremente no regulamento do fundo, sem que necessariamente tenha que ser compatível com sua política de investimentos e os ativos que compõem sua carteira, devendo o eventual descompasso ser tratado pela via do **disclosure**. ANBIMA sugere também que a decisão de prorrogar a cobrança da taxa de performance não somente seja transferida do administrador para o gestor, como passe a ser uma ferramenta de utilização de classes de cotas destinadas ao público em geral.

Empiricus sugere uma terminologia mais genérica para lidar com a compatibilidade do **benchmark**, que seria atrelado ao “*objetivo de investimento*”. Itaú também fez sugestões de cunho redacional, sem alteração de mérito, na definição de cota base e na utilização do termo em questões ligadas à taxa de performance, com vistas à simplificação do texto e facilitação de seu uso.

ABVCAP, Grupo de Gestores e Mattos Filho, em conjunto, e Sparta, sugeriram que os FI-Infra pudessem pagar taxa de performance ainda antes de as debêntures incentivadas efetivamente serem

²¹ O fundo “Master” compra os ativos e os fundos de investimento em cotas, denominados “Feeder”, compram cotas do “Master”. Os investidores entram na operação por meio dos “Feeder”.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

honradas, a partir de critérios objetivos, dispostos no Regulamento do fundo, ligados ao desempenho do projeto de infraestrutura.

No que se refere aos pleitos relacionados ao **benchmark**, considerando que classes e subclasses restritas podem definir livremente como calcular e cobrar a taxa de performance, optou-se por manter o requisito de compatibilidade entre o **benchmark** e a política de investimentos da classe de cotas, elidida, porém, a referência à compatibilidade com a carteira de ativos (dado seu dinamismo e muitas situações extraordinárias).

No que se refere à prorrogação da cobrança da taxa, dado o novo arranjo regulatório para a prestação de serviços para os fundos, foi acatada a sugestão de conferir essa atribuição ao gestor; bem como, considerando que a matéria guarda relação com a gestão da carteira, não com o público-alvo da classe de cotas, foi aceita sugestão de estender o uso da ferramenta para as classes de investimento do público em geral.

Foram largamente utilizadas as contribuições de redação do Itaú e ANBIMA, inclusive no dispositivo que contém as definições para fins de aplicação da norma (art. 2º, XVII).

Por fim, no que se refere à sugestão de permitir que o pagamento da taxa de performance em FI-Infra seja desalinhando do desempenho dos ativos, registre-se que a restrição de fato representa uma barreira à participação de gestores sem fôlego financeiro o suficiente para aguardar por longo prazo pela remuneração. Entretanto, as sugestões da audiência pública não lograram mitigar o risco de a taxa de performance ser paga, mas a carteira de ativos não alcançar a performance esperada²²: não parece risco que possa ser enfrentado em produtos para o público em geral somente por meio da adequada informação, e classes e subclasses para investidores qualificados e profissionais não estão sujeitas à restrição.

4.4 Identificação de ativos (art. 37)

B3 alerta que deve ser o próprio emissor do ativo a solicitar a codificação **ISIN** do ativo, e não o administrador ou gestor da classe de cotas. ANCORD e Uqbar defendem que a medida deve ser estendida

²² Para além do **disclosure**, a prática requereria mecanismos de **clawback**, como existem na indústria de **private equity**, por meio dos quais os gestores devolvem aos investidores a taxa cujo recebimento se mostrou indevido, mas essa solução requer análises sobre como endereçar transferência indevida de riqueza entre cotistas que entram e saem do FI-infra ao longo do tempo, assim como sobre a necessidade de os gestores de FI-Infra possuírem requisitos de capital, afinal, passam a deter obrigações pecuniárias para com os cotistas.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

a todas as categorias de fundos. VBSO sugere que o ISIN possa ser concedido em até 30 dias contados da data de aquisição do ativo pela classe de cotas.

É fundamental dotar os ativos das carteiras das classes de alguma identificação sistematizada, dado que essa medida permite comparar os valores atribuídos aos ativos nas diferentes carteiras, o que, dentre outras vantagens, colabora para a formação eficiente de preços e reduz assimetrias na definição do valor do ativo em diferentes carteiras (o que é razoavelmente comum em ativos ilíquidos). A opção da Minuta pelo código ISIN deriva do fato de (ainda) inexistir outro código internacionalmente aceito que possa lhe fazer as vezes na identificação de ativos.

Todavia, o mercado reporta uma inviabilidade operacional de dotar todos os ativos de ISIN, especialmente quando negociados no exterior. Ademais, embora por hora a concessão de ISIN no Brasil seja gratuita, nada garante que continuará a sê-lo, de modo que o requisito eventualmente pode vir a configurar um custo de observância regulatória. Nesse cenário, bem como considerando que há categorias de fundos que podem investir em ativos não-financeiros, embora as sugestões de ANCORD e Uqbar sejam bem fundamentadas, não foram acatadas.

O fato de ser o próprio emissor a solicitar o ISIN, conforme alertado por B3, afasta a sugestão trazida por VBSO, dado que o cumprimento do prazo não dependeria somente das ações de um prestador de serviços da classe de cotas, mas do emissor, que muitas vezes sequer está sujeito à regulação da CVM.

Diante de todo o acima exposto, em alternativa ao código ISIN a regulamentação aceitará qualquer outro código que seja capaz de identificar os ativos financeiros dos FIF, cada ativo de maneira individualizada, a critério da Superintendência da CVM que possuir competência sobre o fundo, nos termos do Regimento Interno da Autarquia.

4.5 Investimentos no exterior (arts. 40 a 42)

ANBIMA propõe que os limites iniciais para aplicação em ativos financeiros negociados no exterior sejam aumentados de 20% (*varejo*) e 40% (*qualificados*) para 40 e 60%, respectivamente. Adicionalmente, argumenta que a proposta de – na prática – limitar a exposição total do público em geral ao exterior por meio de aplicações em UCITS²³ reduz a eficiência do mercado, que fica obrigado a acessar estruturas mais

²³ [Undertakings for the Collective Investment in Transferable Securities](#) – fundo de investimento europeu, de uso do público em geral.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

caras, assim como reduz a competitividade da indústria americana de fundos, que é maior que a europeia. Com base nesse argumento, sugere que a extrapolação dos referidos limites adquira contornos baseados nas características dos ativos investidos, o que difere da opção da Minuta pela utilização de fundos estrangeiros que possuam as principais características dos UCITS.

ANBIMA, em complemento a sua manifestação, faz sugestão de redação restringindo a necessidade de consolidar as posições detidas no Brasil e no exterior para fins de observância a limites por emissor quando o ativo no exterior for ação, **bond** ou (o lastro do) BDR.

Barcellos Tucunduva sugere que seja permitido aos fundos de investimento em participações investirem a totalidade de seu patrimônio no exterior, independentemente do público-alvo da respectiva classe.

Considerando que compete ao custodiante verificar se os ativos financeiros no exterior estão escriturados ou custodiados em Servicer autorizado a prestar o serviço, ANCORD questiona qual seria a instituição responsável pela verificação do registro do ativo em sistema de registro, escrituração de ativos, custódia ou depósito central.

BlueGriffin lembra que ao tratar das operações com derivativos no exterior, a regra autoriza sua realização caso, dentre outras hipóteses, sejam negociadas em bolsas ou plataformas eletrônicas ou liquidadas por meio de contraparte central. Desse modo, sugere a inclusão de dispositivo análogo, por meio do qual seria ampliada a permissão de negociação com quaisquer ativos financeiros no exterior que sejam negociados em mercado organizado. Sugere, ainda, que os fundos ou veículos de investimento no exterior não compreendam as cotas de fundos fechados, cotas de fundos de índices e cotas de outros fundos ou veículos que sejam admitidas à negociação em mercado organizado no exterior.

Empiricus/Vitreio sugere que, quaisquer que sejam as exigências sobre os fundos que aplicam recursos no exterior, elas se apliquem apenas ao que exceder ao limite-base. Por exemplo, em uma classe destinada ao público em geral, 20% da carteira estaria sujeita a esse limite ordinário de exposição e somente os 80% restantes estariam sujeitos às regras adicionais aplicáveis à hipótese de extrapolação do limite ordinário. Adicionalmente, em nome da facilitação de operações em mercados nos quais os custos de transação são menores, sugere que determinados requisitos sejam relaxados caso o gestor do fundo e o gestor do veículo de investimento estrangeiro estejam sob controle comum.

SEAE lembra que a possibilidade de aplicar recursos no exterior ampliará a variedade de ativos disponíveis para os fundos de investimento, bem como defende que não cabe ao regulador impor uma



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

restrição na estruturação de um determinado produto, cabendo aos incumbentes o oferecerem e aos investidores o aceitarem. Isto posto, propõe que inexistam restrições ao investimento em ativos no exterior, cabendo ao próprio mercado definir a adequabilidade de tal produto, mantida a obrigatoriedade de informação clara aos aplicadores quanto aos riscos envolvidos.

Geo capital utiliza extensa fundamentação, pautada no desenvolvimento do mercado, na liberdade econômica e na comparação com o mercado de BDR, para sugerir que o investimento no exterior seja ilimitado para fundos de qualquer público.

Al Nebrand sugere que inexista distinção de limites para aplicações de recursos no exterior em função do público-alvo da classe de cotas.

Vidigal Neto faz algumas sugestões pontuais de cunho redacional, destinadas a refinar a regra.

Böing Gleich argumenta que na regra há requisitos para que as cotas sejam distribuídas para investidores qualificados ou para o público em geral que podem prejudicar sobremaneira as aplicações dos fundos fechados no exterior, em razão de apresentarem exigências que são normalmente impostas a fundos abertos. A complexidade e profundidade dessas exigências contrastaria com investimentos realizados por fundos fechados, que muitas vezes têm como tese central de investimento a concentração dos recursos em um único veículo no exterior para que, a partir dele, realize os investimentos nos ativos alvo. Essa estrutura pode ser imprescindível para o cumprimento de obrigações regulatórias, tributárias e cambiais a custos razoáveis, evitando assim que excessivos custos de observância e de transação prejudiquem os investidores. Defende que a flexibilização das regras de investimento em ativos no exterior é essencial para o adequado estímulo da competitividade por ativos financeiros.

Sob a perspectiva da teoria econômica, a equiparação dos ativos financeiros negociados no exterior aos ativos negociados no Brasil que os são congêneres traria mais eficiência para os FIF. Ademais, formalmente é inequívoca a competência da CVM para regulamentar a matéria e, materialmente, a indústria brasileira de fundos – como um todo – está adequadamente aparelhada para operar em mercados estrangeiros.

Todavia, remanesce um ponto de atenção a ser superado, relacionado à capacidade de monitoramento das carteiras de ativos, o que exige que os ativos negociados no exterior contenham as mesmas informações dos ativos locais para fins de ações de supervisão, em temas tais como limites de concentração, liquidez, avaliação de ativos ou risco de capital.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

O ponto se torna relevante dado que a extraordinária capacidade do regulador brasileiro em supervisionar as carteiras dos fundos de investimento tem se mostrado um importante fator para que a indústria venha se desenvolvendo ao longo de duas décadas, qualitativa e quantitativamente, sem perder higidez, mesmo diante de cenários econômicos desafiadores, e sob políticas econômicas diferentes.

Isto posto, considera-se prudente que a efetiva equiparação para fins de aplicação dos fundos entre ativos negociados no Brasil e negociados no exterior fique pendente do desenvolvimento de solução tecnológica que supere o ponto de atenção acima referido.

Nesse cenário, em que a equiparação seria oportuna, mas ainda não é conveniente, optou-se por manter a proposta submetida à audiência pública, que já representa um avanço significativo na capacidade de os fundos brasileiros ficarem expostos a ativos negociados no exterior. Nesse sentido, note-se que, preenchidos determinados requisitos, até mesmo classes de cotas elegíveis ao público em geral poderão ficar totalmente expostas a ativos estrangeiros (art.43, § 2º)

Optou-se por essa solução porque conjuga a flexibilização dos investimentos dos fundos no exterior com a manutenção da capacidade de supervisão. Ademais, enquanto ativos negociados no exterior compuserem uma espécie de classe de ativos à parte para fins de limites, que não guarda relação com a natureza dos ativos, é mais recomendado manter a sistemática já conhecida e testada.

Por fim, cabe destacar que as manifestações recebidas na audiência pública originaram alterações pontuais nos dispositivos sobre investimentos no exterior, flexibilizando requisitos normativos, dentre os quais destacamos a desnecessidade de o veículo de investimento no exterior ter sua constituição autorizada por supervisor local; a desnecessidade de utilizar o lastro dos ETF estrangeiros para fins de consolidação de limites por emissor; e a flexibilização dos requisitos relacionados a prazos para o cálculo do valor da cota do veículo estrangeiro.

4.6 Limite de concentração por emissor (art. 44)

Além de sugestões de cunho redacional e da elisão de dispositivos já cobertos pelas normas contábeis, ANBIMA propõe (i) eliminar limites quando o emissor for classe de FIF; e (ii) excluir o administrador e seu grupo econômico da vedação de aplicações acima de 20% do patrimônio líquido da classe de cotas. Sparta defende que as classes de cotas adquiridas para fins de gestão de caixa (Renda Fixa “Curto Prazo”, “Referenciado” e “Simples”) sejam dispensadas dos limites por emissor.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

Empiricus/Vitreo, por seu turno, sugere que a política de investimentos possa prever a aplicação de recursos em uma única emissão de ativos, sugerindo medidas adicionais de **disclosure**. Vidigal Neto sugere a exclusão da referência aos coobrigados pela liquidação do ativo da definição de emissor para fins dos limites de concentração.

Em linha com os demais movimentos efetuados em relação às classes de cotas, foi acatada sugestão de ANBIMA de eliminar o limite quando o emissor for uma (outra) classe de cotas, sem prejuízo dos limites por modalidade de ativo financeiro, conforme aplicáveis a cada caso concreto. Essa solução contempla também a sugestão de Sparta.

Ademais, em decorrência dos novos marcos legal e regulatório de securitização (posteriores à audiência pública) foi incluído dispositivo contendo limite para aplicação em uma mesma companhia securitizadora e em SPE com patrimônio segregado. Ainda com relação aos limites por emissor, foi acatada a sugestão de permissão para que fundos possam aplicar em um único ativo, por meio da inclusão da alínea “c” no inciso V do art. 44.

Também foram acatadas as sugestões de ANBIMA relacionadas à: (i) elisão de dispositivos contendo definições cobertas pelas normas contábeis, dado serem amplamente conhecidas e nada incontroversas; e, considerando que ao administrador não competem decisões de investimento, e (ii) fim da vedação à aplicação de mais de 20% do patrimônio líquido da classe em valores mobiliários de emissão do administrador e companhias de seu grupo econômico.

Com relação à sugestão de Vidigal Neto, cabe esclarecer que não se trata de impor limites ao uso de uma ferramenta – a coobrigação – que pode ser útil para a operação da classe de cotas. Ocorre que os limites de concentração da carteira de ativos por emissor são uma medida de diversificação de risco e, como os coobrigados são os agentes que garantem a liquidação financeira dos ativos, embora não sejam propriamente os emissores dos ativos, a esses materialmente se equiparam para fins de exposição a risco. Isto posto, a sugestão não foi acatada.

4.7 Limite de concentração por modalidade de ativo financeiro (art. 45)

Empiricus/Vitreo faz uma série de sugestões destinadas a promover uma maior equiparação entre o público de varejo e os investidores qualificados para fins de aplicação de limites de concentração por modalidade de ativo. Empiricus/Vitreo defende, ainda, que as cotas de FIP integrem o limite de 20% do patrimônio líquido da classe de cotas de investimento do público em geral. Empiricus/Vitreo sugere,



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

ainda, uma reestruturação simplificadora da regra, por meio da qual o investimento em cotas de FIF e ETF deixa de contar com limites e, por decorrência, os dispositivos relativos aos requisitos para extrapolação do limite em aplicação nesses ativos são elididos.

Além de reforçar a sugestão de Empiricus/Vitreio em relação à possibilidade de aplicação em classes de cotas de FIF, Grupo de Gestores e Mattos Filho, em conjunto, defendem que, da mesma forma em que os FIF não apresentam limite de concentração para investimento em ações de companhias abertas que tenham sido objeto de oferta pública registrada na CVM, inexistente fundamento na limitação de concentração para certificados de recebíveis imobiliários na mesma condição.

Em decorrência de sua proposta para a aplicação de recursos em ativos no exterior, ANBIMA sugere que, em última análise, ações e títulos de dívida de emissão de companhias estrangeiras sejam equiparados aos ativos locais para fins de limite por modalidade de ativo. A associação também alerta para a necessidade de tratar do limite aplicável às notas comerciais, ativo criado após iniciada a audiência pública, sugerindo o mesmo limite aplicável aos demais ativos financeiros de emissão de companhias. A associação propõe, ainda, que as classes de cotas que se valham do sufixo “Crédito Privado” possam extrapolar limites de concentração caso forneçam ao mercado um “conteúdo informacional ampliado”, contendo informações periódicas extraordinárias.

Solis alerta que a norma dos FIF não sensibilizou a existência dos FIDC para público em geral na definição de limites por modalidade de ativo financeiro, fazendo proposta para superar tal lacuna. Hedge/RBR, por seu turno, sugere que as cotas de FII com negociação em mercado secundário possuam limites maiores que aquelas sem essa característica.

As sugestões foram consideradas procedentes à luz do atual desenvolvimento e sofisticação da indústria de fundos de investimento no Brasil. Isto posto, em atenção às muitas e diversificadas sugestões dos participantes, considerando que a questão prudencial resta coberta pelos limites de concentração por emissor, bem como pela necessidade de observância de gestão de liquidez, optou-se por uma ampla flexibilização de limites de concentração por modalidade de ativo, promovida a partir das seguintes diretrizes:

- a adequada informação ao público investidor não pode ser prejudicada;
- nenhum limite vigente deveria ser reduzido;
- os limites por modalidade de ativos são uma medida de (imposição de) diversificação;
- investidores profissionais são capazes de lidar sozinhos com o risco de concentração;



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

- um **market-maker**²⁴ oferece liquidez para as cotas de classes fechadas;
- certificados de recebíveis são ativos (ainda) ilíquidos;
- BDR são ativos locais;
- embora existam projetos normativos em andamento relacionados à disponibilização de produtos para o público em geral, é razoável que a exposição dos investidores não qualificados aos FIP se inicie por meio dos FIF, que contam com gestão profissional; e
 - ativos ambientais, criptoativos, ativos emitidos por meio de **crowdfunding** de investimento, cotas de condo-hotel e contratos de investimento coletivo são ativos que, dadas suas características e as de seus mercados, requerem maior prudência do regulador.

Diante do conjunto de diretrizes, das manifestações da audiência pública e da experiência da supervisão da CVM, optou-se por uma sistemática por meio da qual, além da incorporação de novos ativos à regulamentação para fins de aplicação das classes de cotas, há um aumento em geral dos limites já existentes, com expansão adicional para classes de cotas que contem com **market-maker**, assim como para aquelas classes exclusivamente destinadas a investidores qualificados.

Já as classes de cotas exclusivamente destinadas a investidores profissionais, a depender de seus Regulamentos, podem não possuir limites de concentração por modalidade de ativo financeiro, assim como não os possuem com relação aos emissores (art. 76, I). Também são as únicas classes que podem investir em FUNCINE, FICART e FMAI (Anexos Normativos VII, VIII e X, respectivamente), sempre nos termos dispostos no Regulamento. Ressalte-se que não se trata de dificultar aplicações em cinema, arte ou ações incentivadas, mas tão somente uma questão de iliquidez desses mercados.

A título exemplificativo do resultado alcançado, segue uma tabela demonstrando como fica o limite, para classes destinadas ao público em geral e para investidores qualificados somente, com relação a aplicações em cotas de outros fundos (desconsiderados os limites que são calculados em conjunto de diferentes categorias de fundos):

Ativo-Alvo	LIMITES				
	Público	Público em geral		Investidores qualificados	
<i>Market-Maker</i>		sem Formador	com Formador	sem Formador	com Formador
FIF				100%	
ETF				100%	
FII		20%	40%	40%	60%

²⁴ Resolução CVM [133](#), de 2022.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

FIDC aberto	20%	N/A	40%	N/A
FIDC fechado	20%	40%	40%	60%
FIAGRO aberto	15%	N/A	30%	N/A
FIAGRO fechado	15%	25%	30%	40%
FIP	15%	25%	30%	40%

Finalmente, com relação à proposta de ANBIMA de expansão de limites para aplicação em ativos de crédito privado, mediante a adoção de um regime informacional diferenciado, tendo em vista que inexistem indícios de que ausência de informação adequada seja um óbice relevante ao crescimento desse segmento de mercado, o “conteúdo informacional ampliado” possivelmente representaria um custo de observância sem benefício equivalente. A flexibilização está sendo feita por meio da expansão de limites para exposição à indústria de securitização, sem custos de observância adicionais.

4.8 Recompra de cotas (art. 56, § 6º)

ANBIMA, B3 e Stocche Forbes sugerem que as regras relacionadas à recompra de cotas da classe fechada, originalmente elegíveis somente para os FIF dedicados ao denominado Mercado de Acesso, sejam estendidas a todas as categorias de fundos por meio de sua inclusão na regra geral.

A ferramenta de recompra de ativos em mercado organizado possui uso bem conhecido nos mercados de ações e debêntures, nos termos da Resolução CVM 77, de 2022, mas sua utilização na indústria de fundos de investimento ainda não foi efetivamente testada, até mesmo em função da restrição à sua utilização por fundos de ações destinados ao denominado mercado de acesso²⁵.

Isto posto, bem como considerando que outras categorias de fundos possuem particularidades que não foram enfrentadas pelos participantes, decidiu-se optar por um passo intermediário, por meio do qual a recompra passa a ser de utilização de todos os FIF que sejam tipificados como “Ações”.

De toda forma, é oportuno destacar que a recompra não se confunde com o resgate compulsório de cotas, conforme estabelecido no art. 42 da parte geral da Resolução, dado que na recompra ocorrem negociações no mercado secundário, que podem se dar a preços e participações diferentes para cada cotista-contraparte, ao passo que o resgate compulsório requer tratamento equitativo entre os cotistas.

²⁵ O mercado de acesso da B3 (ainda) não possui um volume expressivo, o que na prática impossibilita a existência de fundos dedicados, que possam testar a ferramenta de recompra.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

4.9 Exposição a risco de capital (art. 73)

ANBIMA reconhece que, embora não seja perfeita, a margem requerida – acrescida da margem teórica potencial – é uma *proxy* adequada para calcular o potencial de perda de uma carteira de ativos, pelo que se trata de uma métrica passível de utilização para fins de limites de exposição ao risco de capital. Sugere, todavia, que os limites não sejam calculados em função do público-alvo da classe de cotas, dado que o risco pode ser tratado por meio da adequada informação, mas que sejam calculados em função do tipo de fundo de investimento, tendo feito sugestão de texto nesse sentido, elaborada a partir de dados quantitativos da indústria.

Com base no entendimento de que o método da margem requerida não consegue captar todas as peculiaridades e necessidades da indústria, Grupo de Gestores e Mattos Filho, em conjunto, defendem que, pelo menos por enquanto, a nova regulamentação permita que os administradores e gestores possam definir a metodologia que melhor atenda as peculiaridades de cada fundo. Ademais, considerando que nem todas as operações que alavancam o patrimônio do FIF exigem margem ou garantia (e.g., opções), sugerem que a regra deixe claro que o FIF para o público em geral pode aplicar em ativos que gerem exposição a risco de capital, ainda que não exijam margem de garantia.

Os participantes apontam, ainda, que não há uma metodologia de cálculo que seja infalível e capaz de capturar todas as nuances, pelo que propõe uma maior flexibilização no cálculo da alavancagem dos FIF, a ser realizada pelo administrador, de modo que este possa escolher a metodologia de cálculo mais adequada, dentre 3 possibilidades, entre: (i) *Value at Risk* (VaR); (ii) margem de garantia requerida (proposta da Minuta); e (iii) limite mínimo de caixa disponível.

Blackrock entende que o arcabouço recentemente criado pela norte-americana **Securities and Exchange Commission** - SEC parece preferível ao controle de alavancagem somente por meio de margem requerida. Alega, ainda, que a indústria de fundos brasileira terá problemas estruturais e operacionais de difícil superação para viabilizar o uso dos derivativos e, até mesmo como forma de mitigar esses problemas, requer que a norma lide com as operações de **hedge** de modo distinto das operações especulativas.

CFA, por seu turno, argumenta que os limites não são aplicáveis a fundos cuja responsabilidade é limitada, nos quais inexistente necessidade de aporte de recursos pelos cotistas para cobrir patrimônio líquido negativo. Além disso, defende que a proposta também não reflete de maneira satisfatória as necessidades da indústria para o tema de alavancagem e exposição a risco de capital.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

Sparta entende que a proposta é inadequadamente rígida e chega a inviabilizar algumas estruturas legítimas, de modo que seria mais adequado que os investidores tivessem acesso a informações reais sobre risco, ao invés de se apoiar no cálculo da volatilidade histórico como indicador de risco futuro, como é comumente feito atualmente.

Benzecry Pitta sugere que a norma não defina percentuais fixos para a exposição, e sim determine a competência para que a SIN defina esses percentuais, periodicamente ou com base em um estudo mais objetivo e histórico. Ademais, lembra que o fim da responsabilidade ilimitada dos cotistas pode gerar mudanças significativas nos padrões de cobertura e margem de garantia.

Chediak alerta que um dos pilares da LLE é o princípio da mínima intervenção estatal, pelo que a atuação do regulador apenas para atender expectativas de determinadas organizações, conforme foi informado no edital da audiência pública, fere, diretamente, a LLE. Assim, sugere a elisão dos requisitos normativos ligados à exposição a risco de capital.

Inicialmente, como um comentário geral às manifestações dos participantes, cabe esclarecer que a regulamentação optou por não lidar com "alavancagem" **per se**, dada a impraticabilidade de utilizar um consenso – acadêmico ou técnico – para definir a métrica de forma precisa e clara o suficiente para fins de sua aplicação em termos técnico-jurídicos, o que é especialmente desafiador no caso ao se ter que lidar com o direito positivo. Dessa forma, sob a perspectiva de proteção dos investidores, o foco da norma está na divulgação da possibilidade de o cotista perder todos seus recursos²⁶, uma hipótese que deve ser precisa e claramente informada ao investidor.

No que se refere à manifestação de Grupo de Gestores e Mattos Filho, Blackrock, Sparta e CFA inicialmente cabe reconhecer que de fato a metodologia escolhida não é capaz de atender à perfeição todas as possibilidades de alavancagem para as classes de cotas de FIF, pelo que sua utilização como padrão é passível de críticas. Todavia, inexistem metodologias sobre a matéria que sejam de uso universal e a regulamentação busca, em nome da comparabilidade entre produtos, padronizar condutas e métodos para toda a indústria, pelo que carece de definir uma forma comum.

Ademais, é oportuno esclarecer que as operações que não geram chamada de margem também integram o cálculo de exposição ao risco de capital (art. 73, § 1º).

²⁶ E, caso sua responsabilidade seja ilimitada, em poder ser chamado a honrar um déficit no patrimônio líquido da classe.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

Quanto à manifestação de CFA, cabe acrescentar que a existência de limites não diz respeito somente à proteção do público investidor, possuindo também contornos de natureza mais prudencial, relacionados ao controle da solvência e liquidez do sistema financeiro como um todo.

Já com relação à sugestão de Blackrock, respeita-se a solução adotada pela SEC, por meio da [Rule 18f-4](#), de 2020, que tem por base a implementação de uma política de gerenciamento de riscos de derivativos para as carteiras de ativos de determinados agentes, o que contempla questões relacionadas à alavancagem de fundos de investimentos, dentre outras matérias. Para fins de cálculos de alavancagem, a regra norte-americana faz referência expressa à utilização do VaR ou de outra metodologia que o gestor considerar adequada. Todavia, mesmo na SEC o tema é controverso, como se depreende das palavras da [Comissária Allison Herren Lee](#):

Unfortunately, this rule did not live up to the promise of the proposal. In fact, it underwent a substantial overhaul - increasing risk, reducing transparency around that risk, and dropping basic sales practice rules for extremely complex products—all to the detriment of retail investors. As a result, I must respectfully dissent.

Em atenção às observações de Benzecry-Pitta, a sugestão de deixar a definição dos limites a cargo da área técnica da CVM, não foi acatada, por se entender que essa medida não traria as previsibilidade e segurança requeridas por uma regra de limites de exposição. Ademais, em atenção a Benzecry Pitta cabe informar que a hipótese de mudanças significativas no cálculo e cobrança de margens e cobertura aos fundos de investimento foi descartada após interações com o mercado sobre esse ponto meritório de atenção.

Compreende-se a lógica por detrás da crítica de Chediak, no sentido de que um não-problema não carece de enfrentamento, pelo que a atuação regulatória em atenção a recomendações de organismos internacionais carece de um fundamento mais sólido. A propósito, cabe contrapor que, ainda que inexistam um problema materializado a partir da indústria de fundos de investimento, ou mesmo indicativos concretos de que seja provável que o problema se materialize, a magnitude do dano possível justifica uma atuação preventiva do regulador.

Diante de tudo o acima exposto, acatou-se a sugestão de ANBIMA, de modo que a regulamentação prescreve que os limites de exposição a risco de capital devem ser calculados em função da representatividade de suas margens de garantia sobre o patrimônio líquido da classe, mas as



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

diferenciações de limites se dão em função do tipo da classe de cotas. Registre-se, por fim, que as análises quantitativas indicam que os limites previstos na norma acomodam as necessidades da indústria de fundos, pelo que não se espera uma transição turbulenta no tocante à observância da regulamentação nesse desafio em específico.

5. Fundos de Investimento em Direitos Creditórios – FIDC (Anexo Normativo II)

5.1 Definições (art. 2º)

ABVCAP, Grupo de Gestores e Mattos Filho, em conjunto, sugerem uma definição mais abrangente para “ativos financeiros”, alcançando ativos emitidos pelas instituições de pagamento e outras instituições equiparadas, que tenham sido autorizadas a funcionar pelo Banco Central do Brasil – BACEN ou pelo Poder Executivo. A proposta gira em torno da ideia de que tais entidades, quando sujeitas a autorização para funcionamento pelo BACEN, têm de cumprir regras prudenciais que limitam seus riscos de crédito, de modo que mereceriam receber o mesmo tratamento reservado às instituições financeiras.

Os participantes sugerem, ainda, que os contratos derivativos sejam incluídos no rol de ativos financeiros, assim como *“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”*.

Sparta também faz referência aos derivativos, sugerindo que seja permitida operação de troca de indexadores, contemplando não apenas os ativos, mas também o índice de referência (**benchmark**) das diferentes subclasses, até o limite delas. Argumenta que a operação aumenta a flexibilidade da estruturação de produtos, permitindo que a mesma classe possua subclasses com diferentes indexadores, seja pelas condições de mercado, seja para atender diferentes perfis de investidores.

Com base no desenvolvimento da indústria de FIDC, ABVCAP, Grupo de Gestores e Mattos Filho defendem que a definição de “direitos creditórios” não deveria se restringir a determinados setores da economia ou segmentos operacionais de tais setores, o que, inclusive, poderia representar uma violação à liberdade econômica. Argumentam que a Resolução CMN 2.907, de 2001, prevê que a CVM tem competência para extrapolar o rol de origens de direitos creditórios indicados pelo Conselho Monetário Nacional, que seria somente exemplificativo.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

Em prol de uma melhor sistematização, ANBIMA sugeriu a inclusão de fundos que invistam nos (demais) ativos financeiros.

Considerando que o conceito de “ativo financeiro” diz respeito somente àquela parcela da carteira de ativos que não está investida em direitos creditórios, sendo dedicada à gestão do caixa da classe de cotas, bem como que seu alcance difere bastante dos FIF para os FIDC, optou-se por fazer um reajuste estrutural. Nesse sentido, os ora denominados “ativos financeiros de liquidez” passam a ser listados em um rol exaustivo de possibilidades – títulos públicos, ativos de emissão bancária, operações compromissadas e cotas de fundos em renda fixa (art. 2º, II).

A sugestão de ABVCAP, Grupo de Gestores e Mattos Filho referente à ampliação do universo de emissores de ativos financeiros não foi acolhida, porque os ativos emitidos por instituições de pagamento não são equiparáveis aos ativos de emissão bancária – e.g. não contam com cobertura do Fundo Garantidor do Crédito – FGC.

Não foi acolhida a sugestão de ABVCAP, Grupo de Gestores e Mattos Filho de acrescentar **warrants**, contratos mercantis e outras modalidades operacionais na listagem de ativos financeiros, dada sua iliquidez e o fato de que, caso sejam direitos creditórios ou derivativos lastreados em direitos creditórios, já serão elegíveis às carteiras de ativos dos FIDC. Os derivativos foram expressamente incluídos entre os ativos que compõem a carteira (art. 2º, III), preservado seu caráter exclusivo de **hedge** (art. 44, § 2º).

Ainda a propósito do uso de derivativos, a sugestão de Sparta de inclusão de hipótese específica de operação de derivativos foi acolhida, por entender-se que a operação de troca de indexadores, conforme apresentada, não configura uma hipótese de alavancagem patrimonial, mas tão-somente o uso instrumental do mercado de derivativos para viabilizar a estruturação de operações. Para fins de clareza, o dispositivo prevê expressamente que a troca de indexadores não pode resultar em exposição a risco de capital.

Foi acatada a proposta de expandir o alcance das operações dos FIDC para todos os setores da economia (art. 2º, XII, “a”). Ademais, cotas emitidas por outros FIDC (por conveniente equiparação²⁷), valores mobiliários de dívida e certificados de recebíveis e títulos de securitização (sob a égide mais

²⁷ Cotas de fundos não são representativas de operações de crédito, a equiparação para fins da norma de FIDC é instrumental.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

ampla de todas as possibilidades trazidas no art. 19 da Lei nº 14.430, de 2022) restam expressamente reconhecidos como direitos creditórios (art. 2º, XII, “b” a “d”).

Por oportuno, cabe esclarecer que a classe de investimento em cotas apresenta-se como alternativa possível ao fundo de cotas previsto no art. 1º, inciso II, da Resolução CMN nº 2.907, de 2001. Ademais, a aplicação em cotas de outros FIDC passa a ser uma possibilidade disponível a todas as classes de cotas, não somente às classes de investimento em cotas, que possuem o requisito de aplicar no mínimo 67% de seu patrimônio líquido em cotas de outros FIDC. Em ambas as estruturas, todavia, existe um limite de exposição de 25% do patrimônio líquido (art. 47).

ABVCAP, Grupo de Gestores e Mattos Filho defendem que a conta-vinculada possa ser instituída em nome não apenas do cedente, mas também do devedor ou do originador, a fim de facilitar a utilização da ferramenta. Lembra que, no caso específico de direitos creditórios que sejam lastreados em ações judiciais, a conta para recebimento do pagamento é, na maioria das vezes, uma conta de titularidade do credor original dessa ação, de forma que FIDC destinados à aquisição desses direitos creditórios poderiam encontrar óbices operacionais.

Os participantes sugerem, ainda, alteração na redação da Minuta, a fim de evitar a limitação dos tipos de transferências de recursos permitidos (como compensações de cheques, transferências eletrônicas via TED, Pix ou outro método autorizado pelo BACEN, entre outros).

Machado Meyer considera mais adequado permitir que o contrato a ser celebrado entre o fundo e o banco depositário discipline as regras de administração e liberação dos recursos da conta-vinculada, inexistindo a necessidade de que requisitos atestados por determinados prestadores de serviço sejam satisfeitos para que ocorra a liberação. O ajuste é sugerido para que o mercado possa continuar utilizando o instrumento, mas adaptando-o às necessidades de cada fundo, considerando ainda que esse mecanismo não tem sido um fator de preocupação. Ainda sobre a definição de “conta-vinculada”, Machado Meyer sugere alteração mais pontual, para permitir que o atestado para a liberação dos recursos possa ser efetuado por um agente contratado pela entidade registradora ou instituição custodiante.

CERC também faz sugestão pontual de aprimoramento na definição de conta-vinculada, de modo a substituir a referência a instituições financeiras e de pagamento por uma referência única ao Sistema de Pagamentos Brasileiro – SPB.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

A partir das manifestações da audiência pública, a análise da CVM foi reformulada: a definição de conta-vinculada já utilizada pelos FIDC tem funcionado satisfatoriamente, ao atribuir às partes da operação de securitização a possibilidade de constituir à conta, sem impor maiores requisitos regulatórios, pelo que não merece reparos estruturais.

A solução vigente, pouco prescritiva em termos redacionais, não impede que a conta-vinculada seja instituída em nome do devedor, originador ou qualquer outra parte da operação de securitização, observado que, naturalmente, espera-se que os prestadores de serviços essenciais sejam diligentes para assegurar que a governança e gestão da conta se dê no melhor interesse dos cotistas.

Foi feita uma alteração pontual na redação que já existia na Instrução CVM 356, de 2001 (art. 38, VII, “b”), de forma a incluir menção expressa às instituições de pagamento.

Uqbar entende que, para fins de clareza, inclusive para evitar a reciclagem de conceitos, é recomendável suprimir o termo "cota sênior" de toda a norma, em benefício do termo “cotas de subclasse sênior”.

ABVCAP, Grupo de Gestores e Mattos Filho sugerem esclarecer que a definição de “devedor” faz referência apenas aos devedores dos direitos creditórios integrantes da carteira do FIDC, e não aos devedores dos ativos financeiros. Tal sugestão advém do fato de que várias das disposições ao longo do Anexo Normativo II seriam incompatíveis com os devedores de ativos financeiros.

A sugestão de Uqbar não foi acatada porque “cota sênior” é termo expressamente definido no art. 2º, VIII, para fins de facilitação para o usuário da norma.

No que se refere à definição de “devedor”, cabe esclarecer que ABVCAP, Grupo de Gestores e Mattos Filho estão corretos na leitura de que o termo se refere apenas aos devedores dos direitos creditórios, não aos devedores dos ativos financeiros de liquidez, salvo se expressamente citados, como quando da necessidade de consolidar a exposição para fins de observância a limites (§ 1º do art. 45). Foi feito ajuste redacional nas definições para deixar esse ponto mais claro (art. 2º, XI).

ANBIMA considera benéfico retornar com a definição genérica prevista na Instrução CVM nº 444, de 2006, que estabelece a possibilidade de aquisição de quaisquer direitos creditórios não-padronizados “*de natureza diversa*” às demais hipóteses expressamente previstas na Minuta. Pinheiro Guimarães faz sugestão nesse mesmo sentido.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

Barcellos Tucunduva sugere retornar com o dispositivo que estabelece que deve ser considerado como não-padronizado o FIDC cuja carteira de direitos creditórios tenha seu rendimento exposto a ativos que não os créditos cedidos ao fundo, tais como derivativos de crédito, quando não utilizados para proteção ou mitigação de risco.

Em conjunto, ABVCAP, Grupo de Gestores e Mattos Filho utilizam a jurisprudência da CVM sobre a matéria para fazer sugestão de texto, deixando claro que as operações com receitas originalmente públicas se referem a situações em que o ente público figure como originador e credor do referido direito creditório.

FEBRAFITE sugere elidir a possibilidade de que a classe de cotas adquira direitos creditórios que sejam decorrentes de receitas públicas originárias ou derivadas da União, dos Estados, do Distrito Federal e Municípios, bem como de suas autarquias e fundações. Apresenta extensa manifestação, fundamentada principalmente nos arts. 170 e 173 da Constituição Federal, para defender que a CVM impeça que o Estado seja agente emissor de títulos de securitização e, ao mesmo tempo, seja agente normativo e regulador deste mesmo mercado.

Saback Dau Bokel sugere que direitos creditórios decorrentes de procedimentos arbitrais em curso sejam adicionados ao rol de direitos creditórios não-padronizados, no mesmo dispositivo que trata do lastro resultante de ações judiciais em curso (art. 2º, XIV, “c”, da Minuta).

Vidigal Neto sugere excluir a parte final da alínea “g” do inciso XIV da Minuta (“*desde que emergentes de relações já constituídas*”), alegando que o trecho já gerou diversas dúvidas no mercado. Ademais, inexistiriam justificativas razoáveis para manter um requisito aplicável a FIDC exclusivamente destinado a investidores profissionais. Defende que há créditos futuros, emergentes de relações ainda não constituídas, que poderiam ser objeto de securitização, citando como exemplo os valores a receber por um varejista que serão relacionados a vendas futuras.

Com relação aos precatórios federais que não se qualificam como direitos creditórios não-padronizados, Uqbar entende que a abordagem por exclusão não é uma maneira clara o suficiente e pode provocar equívocos na interpretação da norma, pelo que sugere que o texto os qualifique como “padronizados”. ANBIMA, por seu turno, defende que o dispositivo que trata da matéria fica melhor alocado na passagem sobre a carteira de ativos do que nas definições, onde potencialmente poderia originar um risco indevido para os distribuidores.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

As sugestões de ANBIMA e Barcellos Tucunduva relacionadas ao reaproveitamento de dispositivos que se faziam presentes na Instrução CVM nº 444, de 2006, não foram acatadas. Com relação à sugestão da ANBIMA, considerou-se que a existência do dispositivo, que funciona como uma espécie de “*Outros*”, torna a listagem de direitos creditórios não-padronizados meramente exemplificativa, o que não parece desejável para a sistematização pretendida, especialmente nesse momento do mercado, em que o público em geral começará a ter alguma exposição a esses ativos (art. 49, parágrafo único).

No tocante à sugestão de Barcellos Tucunduva, considera-se que o dispositivo existente na referida Instrução pouco agrega à regulamentação, dado que (i) todos os derivativos são aceitos, nas hipóteses previstas na norma; e (ii) inexistente na regra vedação para que a carteira de ativos como um todo fique exposta à riscos diversos daqueles decorrentes dos direitos creditórios **per se**.

Operações extraordinárias usualmente carecem de análises **ad hoc**, que ao longo do tempo vão consolidando o entendimento e a jurisprudência que guiarão a aplicação das regras pelos agentes envolvidos nas operações. Por isso, é razoável esperar que, especialmente no início da vigência da nova regulamentação, o mercado ainda tenha que se valer de consultas e pedidos de dispensa de requisitos ao regulador para poder estruturar algumas operações diferentes do padrão.

A sugestão textual de ABVCAP, Grupo de Gestores e Mattos Filho para a definição de receitas originárias de entes públicos não foi acolhida, pois embora a redação sugerida seja tecnicamente precisa, a matéria é sensível e lida com questão fora da competência da CVM, pelo que, em inexistindo indicativo que a atual redação seja um problema, entendeu-se conveniente mantê-la inalterada.

Já a sugestão de FEBRAFITE, relacionada à mesma matéria, não foi acolhida, dado existirem “receitas públicas” que em tese são passíveis de securitização, não cabendo à regulamentação de mercado eliminar essa possibilidade.

A sugestão de Saback Dau Bokel foi acolhida e os direitos creditórios decorrentes de procedimentos arbitrais em curso passam a ser listados como possível investimento de (alguns) FIDC.

Em atenção à manifestação de Vidigal Neto, relacionada aos direitos creditórios que sejam de existência futura e montante desconhecido, sua emergência de relações já constituídas remanesce sendo um requisito para sua elegibilidade às carteiras dos FIDC.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

A expectativa em torno da existência e montante de uma carteira futura de recebíveis requer que existam elementos materiais que assim o indiquem, e somente relações empresariais, comerciais ou de outra natureza já plenamente estabelecidas e devidamente testadas são capazes de fornecer um indicativo real o bastante nesse sentido.

Utilizando o mesmo exemplo trazido pelo participante: se o varejista possui um “**pipeline**” de negócios com o cliente, que já tem funcionado ao longo do tempo de modo razoavelmente previsível pela rotina operacional, pode-se dizer que resta caracterizada uma relação já constituída. Porém, em tese, não há como securitizar recebíveis de clientes que ainda não existem ou com os quais as relações não são robustas o bastante para indicar de modo material a possibilidade de existência de um fluxo futuro de negócios que deem origem a direitos creditórios.

A observação de Uqbar sobre a caracterização dos precatórios federais que não são direitos creditórios não padronizados é pertinente, mas os direitos creditórios "padronizados" assim o são por definição expressa no texto da norma, não por exclusão. Assim, a proposta original mostra-se tecnicamente mais precisa, de modo que a sugestão não foi acolhida. No que se refere à sugestão de realocação do mesmo dispositivo por parte de ANBIMA, tampouco foi acolhida, mas cabe lembrar que manter a carteira enquadrada é atribuição do gestor, não alcançando o distribuidor de cotas.

ABVCAP, Grupo de Gestores e Mattos Filho, em conjunto, sugerem que o índice referencial não seja uma prerrogativa exclusiva das classes fechadas de cotas. A argumentação gira em torno da ideia de ser possível que novas tecnologias ainda não conhecidas ou difundidas venham a permitir um completo e célere controle dos fluxos do FIDC, sejam fluxos de entrada ou de saída, de modo que seja concebível a estruturação de um FIDC com índice referencial para cotas de classe aberta. ANBIMA e Vidigal Neto sugerem a mesma medida.

Conforme reconhecido por ABVCAP, Grupo de Gestores e Mattos Filho, a utilização de índice referencial em classes abertas de FIDC possui desafios, principalmente relacionados à transferência indevida de riqueza entre cotistas, que ainda carecem de um enfrentamento mais estruturado por parte da indústria. Isto posto, bem como considerando que doravante os diferentes perfis de investidores poderão fazer parte da mesma classe, o que aumenta a preocupação com a falha de mercado representada pela assimetria informacional, a sugestão dos participantes não foi acatada neste momento, sem prejuízo de que o tema volte a ser avaliado oportunamente.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

5.2 Aplicação do público em geral (art. 13)

Com relação à restrição de aquisição, pelo público em geral, somente de cotas seniores, ABVCAP, Grupo de Gestores e Mattos Filho, sempre em conjunto, Liberum Ratings e Barcellos Tucunduva sugerem que seja possível adquirir também cotas de subclasses subordinadas mezanino. Barcellos Tucunduva e Pinheiro Guimarães vão além, sugerindo que o público em geral possa adquirir também cotas de subclasses subordinadas (a todas as demais subclasses). Os fundamentos das sugestões vão da existência de operações adequadas ao público em geral à obrigatoriedade de classificação de risco, o que facilita o entendimento dos investidores sobre os riscos da operação.

Saback Dau Bokel faz sugestão de texto para o mesmo dispositivo, para deixar claro que a restrição à aquisição de cotas subordinadas pelo público em geral alcança também cotas de classes que não possuem subclasses (o que inclui as cotas de FIDC em classe única).

Tendo em vista que as cotas de subclasse mezanino são cotas subordinadas, ou seja, retêm risco em busca de retornos diferenciados em uma operação complexa, tais como são as operações de securitização, considerou-se que ainda não são aderentes ao perfil e ao nível de educação financeira médio do público em geral.

Contudo, a escolha foi por flexibilizar a necessidade de que o acesso do público em tela aos FIDC se inicie, necessariamente, pelas cotas seniores, tendo a CVM optado por vedar a aquisição de cotas subordinadas (inclusive as subordinadas mezanino). Oportunamente, com base na experiência fática e na evolução do conhecimento do público em geral sobre esse produto, a restrição poderá ser revisitada. Essa escolha regulatória pela equiparação das cotas seniores às cotas de classes sem subclasses supera a sugestão de Saback Dau Bokel.

Pinheiro Guimarães, ABVCAP, Grupo de Gestores e Mattos Filho argumentam que a imposição de subordinação em uma operação de securitização fere o conceito do **true sale**, princípio básico desse tipo de operação, na qual riscos e benefícios da carteira de recebíveis devem ser efetivamente transferidos ao comprador, motivo pelo qual sugerem a elisão do requisito.

ANFIDC considera que o referido requisito normativo não necessariamente alcançará seu objetivo de fazer com que somente cotas seniores sejam distribuídas ao varejo caso o FIDC conte com uma subordinação relevante e, assim, propõe uma redação alternativa para o dispositivo. Vidigal Neto faz considerações análogas, indicando que o requisito poderia ser elidido.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

Barcellos Tucunduva sugere a eliminação do requisito, tendo em vista que com a obrigatoriedade do relatório de classificação de risco, os riscos da aplicação deverão ser devidamente elencados no relatório, cabendo, portanto, ao investidor, a faculdade de prosseguir ou não com o investimento.

Cascione argumenta que, em última análise, a contratação de mecanismos de retenção substancial de riscos desvirtua a lógica da securitização da carteira de recebíveis, apontando como evidência o fato de que as normas contábeis somente admitem a baixa dos créditos do ativo do cedente quando a sua cessão se dá sem retenção substancial de riscos. Acrescenta que a jurisprudência em matéria falimentar tende a se posicionar favoravelmente à inclusão dos créditos cedidos com retenção substancial de riscos na massa falida, sobretudo quando a operação é praticada dentro do termo legal. Nesse sentido, sugere elidir o requisito.

Saback Dau Bokel questiona se na hipótese de os prestadores de serviço do fundo, tal como o consultor especializado ou o gestor de recursos, assumirem a condição de cotistas subordinados, a estrutura atenderia ao requisito. Explica que não ficam claramente identificados os terceiros que poderiam se responsabilizar pela retenção substancial do risco de crédito.

Os comentários foram considerados meritórios, de modo que se optou por eliminar o requerimento de que o investimento do público em geral em cotas deva contar com retenção substancial de riscos e benefícios por parte do cedente ou terceiros. Dessa forma, a vedação de aquisição por parte de investidores não qualificados se concentra na aquisição de cotas subordinadas, incluindo as cotas subordinadas mezanino. Quanto ao questionamento formulado por Saback Dau Bokel, perdeu o objeto com a elisão do dispositivo.

5.3 Assembleia de cotistas (art. 28)

ANFIDC aponta que qualquer aumento de custo ou despesa em um FIDC inicialmente afetará apenas as cotas subordinadas, de modo que os cotistas subordinados devem contar com alguma forma de proteção às restrições ao seu direito de voto, conforme previstas na Minuta. Assim, defende a inserção de mecanismos de preservação do direito de voto dos cotistas subordinados, mesmo quando o valor de suas cotas passa a ser zero. Adicionalmente, para as classes de cotas destinadas exclusivamente a investidores profissionais, propõe permitir que o regulamento do fundo regre livremente as situações de conflito de interesse que afastem o direito de voto. Faz sugestões textuais lidando com seus pontos.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

Solis faz coro com ANFIDC, no sentido de que os cotistas subordinados não podem ser onerados por decisões políticas de outros cotistas, das quais não participam. Isto posto, sugere uma listagem de temas a serem expressamente previstos na norma, e cuja deliberação estaria sujeita a veto dos cotistas subordinados, assim como, no mesmo diapasão, mas em sentido inverso, uma listagem de temas que não poderiam ser de deliberação exclusiva dos cotistas subordinados.

Vidigal Neto reforça o ponto trazido por ANFIDC e Solis e, por conseguinte, defende que os cotistas subordinados possuam poder de veto sobre determinadas deliberações, para as quais sugere o afastamento da regra geral de conflito de interesses, prevista na Resolução.

ABVCAP, Grupo de Gestores e Mattos Filho sugerem que a necessidade de equidade entre cotistas na assembleia seja requisito exclusivo de classes destinadas ao público em geral. Argumentam que a diferenciação de direitos políticos entre subclasses é uma prática comum na indústria, citando exemplo ilustrativo da razoabilidade do arranjo.

Os participantes sugerem, ainda, que o regulamento possa instituir um conselho consultivo, a ser composto por membros indicados pelos cotistas e/ou membros independentes, com competência para deliberar quaisquer matérias de competência da assembleia especial de cotistas – dispensando-se, pois, sua convocação para a classe afetada – ou, ainda, quaisquer outras matérias que o regulamento designar, no quórum que o regulamento designar, podendo os membros desse conselho serem remunerados às expensas do fundo. Destacam que a sugestão tem inspiração no LPAC - **Limited Partner Advisory Committee**²⁸, uma solução razoavelmente comum em mercados estrangeiros, que agrega valor à gestão e enfrenta o absentéismo dos cotistas.

A Resolução se baseia em uma métrica de equidade patrimonial, prevendo que na assembleia a cada cotista cabe uma quantidade de votos representativa de sua participação no fundo, classe ou subclasse, conforme o caso (art. 76, § 3º). Entretanto, na classe restrita que possua subclasses, o regulamento pode dispor livremente sobre a forma de cálculo da quantidade de votos atribuída às diferentes subclasses, desde que a participação de cotistas da mesma subclasse seja equitativa (art. 76, § 4º). A regra geral estabelece, ainda, que o regulamento da classe restrita é livre para estabelecer distinções entre os direitos políticos (e econômicos) de suas diferentes subclasses (art. 5º, § 6º).

²⁸ Segundo os participantes, conselhos ou comitês cuja função primordial é aconselhar o gestor em situações específicas, mas que eventualmente podem ser convertidos em órgãos deliberativos em situações previstas no regulamento.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

Diante do acima exposto, fica evidenciado que no âmbito das classes restritas os arranjos que porventura se façam necessários à preservação dos interesses dos cotistas subordinados se encontram cobertos pela regra geral de fundos, inclusive um eventual “direito a veto dos cotistas subordinados”, mencionado por alguns participantes, sem que seja necessário que a regulamentação previamente preveja os arranjos possíveis. Resta, porém, abordar a matéria sob a perspectiva do investimento do público em geral.

Nesse sentido, reconhecendo as especificidades dos FIDC no tocante à comunicabilidade de riscos e benefícios entre cotistas com direitos e obrigações diferentes, o art. 28 do Anexo Normativo II oferece uma alternativa à regra geral, qual seja, delegar ao regulamento do fundo a divisão dos direitos políticos entre as subclasses. Pode-se afirmar que essa solução estende às classes de FIDC investidas pelo varejo a possibilidade de se estabelecer direitos políticos de modo diferenciado daquele estabelecido na regra geral. Assim, ainda que não exatamente da forma (mais prescritiva) sugerida pelos participantes, foi contemplado o propósito de se trazer maior conforto na regulamentação ao tratamento de casos que poderiam provocar lides entre cotistas.

Em última análise, não se considerou necessário deixar expresso na norma algo que já é possível extrair de uma interpretação mais sistematizada da regulamentação: não é permitido alterar características estruturais de uma operação de securitização sem obter a concordância dos cotistas impactados pela alteração. O mesmo princípio que embasa a impossibilidade de transferência indevida de riqueza entre cotistas fundamenta a impossibilidade de um grupo de cotistas, sem amparo no regulamento ou em um acordo formal, modificar unilateralmente as expectativas de risco-retorno de outro grupo de cotistas.

No que se refere à instituição das LPAC, considerando que a reforma teve atenção à facilitação de decisões de natureza operacional (ver 1º box do item 3.9), a CVM está confortável para – por hora – não acolher a proposta de incorporar um agente que poderia tomar decisões políticas em nome dos cotistas. De toda sorte, cabe destacar que a criação de comitês é possível (art. 96, **caput**, da parte geral Resolução), seus membros podem ser remunerados (art. 96, § 4º) e, ainda, existe a hipótese de a remuneração constituir um encargo do fundo (art. 96, § 5º), observadas as condições previstas na parte geral da Resolução.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

5.4 Registro de direitos creditórios (art. 30, I)

ABVCAP, Grupo de Gestores e Mattos Filho, em conjunto, sugerem que o registro de direitos creditórios possa ser efetuado também em registradores regulados pela CVM.

ANFDIC defende que o registro dos direitos creditórios em entidade autorizada pelo BACEN seja obrigatório apenas no caso de classes de cotas ofertadas ao público em geral, permitindo uma exposição máxima de 20% do patrimônio líquido dessas classes a direitos creditórios não registrados.

Barcellos Tucunduva, Freitas Leite, HSI e Solis alertam que nem todo direito creditório é passível de registro em entidade registradora, pelo que fazem sugestões de ajuste textual nesse sentido (Freitas Leite propõe a elisão do dispositivo).

Já Machado Meyer argumenta que existem estruturas mais simples, em que o registro de direitos creditórios não se faz necessário, ou torna a estrutura mais cara e complexa. Nesse sentido, sugere que a contratação desse serviço seja opcional.

VBSO sugere que o requisito seja oponível somente às classes destinadas ao público em geral. Argumenta que a obrigatoriedade de registro dos direitos creditórios impacta negativamente os esforços da CVM no sentido de estimular o mercado de FIDC. De forma similar, Pinheiro Guimarães sugere que o requisito não seja oponível a classes destinadas a investidores profissionais.

Cultinvest defende que o requisito seja dispensado nas classes de cotas exclusivamente destinadas a investidores qualificados.

Para viabilizar o sistema sem causar custos excessivos, Tercon propõe que não seja obrigatório o registro de todos os direitos creditórios, mas que sejam registrados os direitos creditórios acima de valores mínimos.

Para acomodar prática de mercado, CRDC propõe que a contratação do serviço de registro de direitos creditórios seja atribuição de qualquer um dos prestadores de serviços essenciais, de acordo com o regulamento.

Considerando que o registro de direitos creditórios fornece maior segurança à operação de securitização, CERC propõe que a CVM estabeleça um cronograma para que o registro de todos os direitos creditórios se tornem obrigatórios, e não somente aqueles em que o registro já se tornou mandatário por regulamentação do BACEN ou SUSEP.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

Cabe reconhecer que a atividade de registro de direitos creditórios não se desenvolveu com a dinâmica e velocidade esperadas quando da elaboração da Minuta, de modo que remanescem sem possibilidade de registro uma série de direitos creditórios, originados em diferentes segmentos econômicos. Todavia, o referido registro continua sendo reputado como uma ferramenta adequada para lidar com o controle da existência, integridade e titularidade dos recebíveis, pelo que merece ser prestigiado.

Isto posto, em resposta às muitas manifestações da audiência pública, optou-se por manter a obrigatoriedade de registro de todos os direitos creditórios que efetivamente sejam passíveis de registro em entidade registradora. Todavia, reconhecendo que pode inexistir entidade registradora disponível para o registro de determinados recebíveis, a norma retornou com a possibilidade de os direitos creditórios serem entregues ao custodiante, somente para aqueles direitos creditórios que não sejam passíveis de registro (art. 37).

5.5 Verificação do lastro (arts. 36 e 38)

Com relação à dinâmica de verificação do lastro dos direitos creditórios no momento de seu ingresso no fundo, ANFDIC propõe que tal verificação (i) possa ser feita previamente ou posteriormente ao referido ingresso, com o objetivo de trazer maior flexibilidade operacional aos FIDC; e (ii) possa ser feita pelo gestor, custodiante ou administrador, de modo a permitir que os atuais agentes do mercado continuem a fazer essa verificação, assim facilitando a transição para a nova norma.

Com o argumento de que controle de lastro não é tarefa de gestão, Cultinvest sugere que a atribuição retorne à instituição custodiante. Barcellos Tucunduva também sugere que a verificação de lastro seja novamente atribuída à instituição custodiante, cabendo ao gestor “*verificar se o custodiante concluiu a análise*”. VBSO também defende o retorno da atribuição à instituição custodiante.

Kobold sugere incluir dispositivo que atribua ao gestor a responsabilidade de definir quais documentos serão considerados “lastro” para cada tipo de direito creditório objeto de cessão.

FL pede que se esclareça a possibilidade de o gestor terceirizar – ao custodiante, por exemplo – as atividades de verificação de lastro dos direitos de crédito adquiridos pelo fundo, mantida sua responsabilidade. Propõe, ainda, alteração do dispositivo, para que se contemple a obrigação do gestor de, no início das atividades do fundo, ter adotado política de verificação de lastro de direitos creditórios



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

que seja suficiente para cumprir seu dever de diligência. Pinheiro Guimarães também sugere que fique claro que o gestor pode contratar um terceiro para realizar a tarefa.

Machado Meyer apresenta robusta argumentação para defender que a abordagem regulatória que traz maior eficiência para a complexa indústria de FIDC é permitir que cada regulamento defina se a verificação de lastro será atribuição do gestor ou da instituição custodiante.

Argumentando que é útil para gestão da carteira de ativos, SINFAC propõe a inclusão de novo dispositivo, possibilitando o acesso das consultorias de crédito às “centrais de risco de crédito”, preferencialmente ao SCR do BACEN, através de entidades já credenciadas do sistema, o administrador, instituição custodiante ou entidade registradora. Sugere, ainda, que a CVM desenvolva sua própria central para o referido fim.

Inicialmente, é importante registrar que a obrigação de verificação de lastro e tarefas correlatas não representam obrigações de fim, de o gestor garantir que inexistam problemas no lastro; trata-se de uma obrigação de meio, destinada ao gerenciamento de riscos relacionados à existência, integridade e titularidade dos recebíveis.

No que se refere à possibilidade de se atribuir a tarefa ao custodiante, considerou-se que nesse mercado de ativos ilíquidos a responsabilidade fica melhor atribuída ao gestor, que lida com os ativos preliminarmente ao seu ingresso na carteira do fundo e, assim, deve diligenciar para saber se o que está comprando de fato existe.

Todavia, nada impede que o gestor eventualmente contrate um custodiante para executar a verificação do lastro (o que responde à consulta formulada por Freitas Leite), observado que essa tarefa – custódia de direitos creditórios – não se encontra sob a supervisão da CVM, pelo que o gestor, nesse caso, teria o dever de fiscalizar o custodiante (art. 83, § 3º, II, da parte geral da Resolução).

Ou seja, sem se eximir de sua responsabilidade, o gestor pode contratar terceiro para efetuar a verificação do lastro, inclusive a entidade registradora, o custodiante ou a consultoria especializada, desde que o contratado não seja sua parte relacionada. Caso contrate o serviço de verificação do lastro, o gestor deve fiscalizar a observância pelo contratado às regras e procedimentos aplicáveis à verificação.

Saliente-se também que, em função da amplitude da definição de direitos creditórios (art. 2º, XII), a CVM compreende que as menções às tarefas de verificação do lastro ao longo da norma se coadunam com os direitos e títulos representativos de crédito (alínea “a”), devendo, no que se refere



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

aos demais ativos, ser realizada caso previstas no regulamento, com base nos princípios da razoabilidade e proporcionalidade. Isto posto, fica expressamente previsto que a verificação de lastro alcança somente os referidos ativos (art. 36).

Em atenção à ANFIDC, foi elidido o dispositivo que determinava que a verificação de lastro pelo gestor deveria ser concluída antes do ingresso dos direitos creditórios na carteira de ativos, mas é esperado.

Finalmente, cabe lembrar que a verificação de lastro de créditos substituídos e inadimplidos remanesce primariamente como uma atribuição da instituição custodiante (art. 38, **caput**). Todavia considerando que o fundo passa a ser constituído de forma conjunta por administrador e gestor (art. 7º da Resolução), foi considerado conveniente permitir que esses prestadores de serviços essenciais se acertem livremente quanto à essa matéria, de modo que o regulamento pode estabelecer que a verificação trimestral do lastro compete ao administrador fiduciário (art. 38, § 1º).

5.6 Hipóteses de conflito de interesses (art. 42)

ANBIMA defende que seja eliminada a previsão de que somente cotas subordinadas podem ser distribuídas junto a cedentes de direitos creditórios. A associação não enxerga benefício derivado da restrição e seu custo regulatório de controle. Argumenta, ainda, que pode não ser viável cumprir o comando, pois os distribuidores podem não ter conhecimento sobre quem são os cedentes de direitos creditórios, em especial em estruturas “multicedentes”.

VBSO faz coro à sugestão de ANBIMA pela elisão da restrição, dado desfavorecer a estrutura comumente denominada “**skin-in-the-game**”²⁹, que alinha os interesses dos cotistas-cedentes aos interesses dos demais cotistas. Vidigal Neto reforça a proposta de elisão, argumentando que, além de ser uma restrição que não traz benefício equivalente, é possível que o cedente tenha interesse legítimo em adquirir cotas mezanino ou sênior.

ANFIDC e, em conjunto, ABVCAP, Grupo de Gestores e Mattos Filho sugerem que a restrição seja mantida somente quando o cedente for instituição integrante do Sistema Financeiro Nacional. ABVCAP, Grupo de Gestores e Mattos Filho apresentam uma alternativa à mera elisão da restrição, qual seja: que

²⁹ Ao se tornar cotista do veículo de investimento coletivo, o cedente incorre na mesma relação risco-retorno dos demais cotistas, de modo que sua “pele (também) está em jogo”.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

os cedentes possam subscrever cotas livremente quando inexisterem subclasses ou que a restrição fique limitada às classes de investimento do público em geral.

Em atenção às manifestações recebidas, optou-se por excluir o art. 13 da Minuta, de modo que doravante a regulamentação admitirá que o cedente subscreva todas as subclasses de cotas.

ANBIMA sugere que, uma vez previsto no regulamento, operações de cessão envolvendo prestadores de serviços, suas partes relacionadas e o fundo sejam tratadas por meio da prestação da adequada informação, não por meio das restrições ao relacionamento entre partes envolvidas na operação. Capitalys também sugere que as operações em tela possam ser previstas no regulamento, propondo redação nesse sentido. VBSO apresenta o mesmo racional da ANBIMA (alcançando também o art. 27, V, da Minuta), propondo redação para um dispositivo que disciplina a prestação de informações sobre transações com partes relacionadas.

Alternativamente, VBSO sugere que, caso a restrição seja mantida, que seja oponível somente às classes de cotas de investimento do público em geral. Barcellos Tucunduva também sugere flexibilizar a restrição, de forma que, caso aprovada em assembleia, as operações de cessão com partes relacionadas possam ser levadas a cabo em classes destinadas a todos os públicos-alvo.

CERC alerta que as entidades registradoras não podem atuar em situações que gerem conflitos de interesse, de forma que sua atividade não pode ter qualquer relação de interesse direto ou indireto com o fundo ou partes relacionadas dos direitos creditórios. Com base nesse racional, CERC considera importante que a norma coíba a existência de relacionamentos que possam gerar situações de conflito. Isto posto, propõe dispositivos alternativa para disciplinar a matéria, com vistas a ampliar o alcance das hipóteses de conflito de interesses vedados. O participante sugere, ainda, que o parágrafo único do art. 45 da Minuta seja elidido, de modo que o requisito não seja flexibilizado sequer para classes destinadas a investidores profissionais.

TAG entende que os requisitos de independência das entidades registradoras *“resultam em restrições inadequadas às atividades das registradoras, uma vez que não se verificam quaisquer razões técnicas ou regulatórias para que se imponham”*, pelo que sugere sua supressão. Argumenta não ser possível conceber qualquer conflito ou ingerência da registradora que justifique a restrição, de forma que considerar tal premissa seria partir do pressuposto de que há, de plano, violação da regulação aplicável às entidades registradoras.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

SEAE sugere a exclusão do consultor do rol de prestadores de serviços conflitados, na medida em que os prestadores de serviços essenciais são o administrador e gestor, de tal forma que a proposta, combinada com a ausência de conflito de interesse com a entidade registradora, já conferiria freios e contrapesos suficientes para mitigar os potenciais conflitos de interesse.

Por conta dos muitos problemas vivenciados pela indústria de FIDC, desde a edição da Instrução CVM nº 531, de 2013, as operações potencialmente conflitadas de cessão de direitos creditórios estiveram vedadas³⁰.

Reconhecendo a evolução da indústria de FIDC, notadamente no que se refere aos controles dos fluxos financeiro e de direitos creditórios, bem como tendo em conta que regulamentar por meio de restrições é um recurso extremo, a ser utilizado parcimoniosamente, a CVM está disposta a rever a restrição, como já deixado claro na Minuta apreciada pela audiência pública.

Ocorre, porém, que a restrição derivou de casos concretos, de problemas cuja repetição se pretende evitar e que se tornam muito mais prováveis de acontecer caso as operações de cessão envolvendo prestadores de serviços, suas partes relacionadas e o fundo sejam disciplinadas na regulamentação somente por meio de **disclosure**.

Isto posto, optou-se por manter a lógica de freios-e-contrapesos que é capaz de manter o regulador seguro ao flexibilizar a regulamentação. Desse modo, as operações em tela passam a ser admitidas, inclusive no clássico modelo de originar-para-distribuir³¹; contudo, com o intuito de mitigar os riscos relacionados à existência, integridade e titularidade dos direitos creditórios, remanesce requerida independência entre os agentes da operação, existindo uma flexibilização pontual e específica para classes exclusivamente destinadas a investidores profissionais (art. 42, § 2º).

No que se refere às sugestões de flexibilização do requisito para classes restritas para além da dispensa acima referida, considerou-se mais adequado que nesse primeiro momento a dispensa remanesça possível somente para classes para investidores profissionais, capazes de avaliar por si só os riscos de operações entre partes relacionadas.

³⁰ Instrução CVM 356, art. 39, § 2º: “É vedado ao administrador, gestor, custodiante e consultor especializado ou partes a eles relacionadas, tal como definidas pelas regras contábeis que tratam desse assunto, ceder ou originar, direta ou indiretamente, direitos creditórios aos fundos nos quais atuem”.

³¹ O originador de créditos não os mantém, cedendo-os para terceiros, pelo que não retém os riscos e benefícios da operação.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

Já no que tange à TAG, considerando que no âmbito das operações dos FIDC as entidades registradoras (ou os custodiantes) exercem um controle que é fundamental à estrutura, como contraponto à gestão da carteira de direitos creditórios, a CVM considera que o requisito de independência deve ser mantido.

Por fim, foi acolhida a sugestão de SEAE de retirar a consultoria especializada do rol de agentes conflitados, posto que (i) a presença da consultoria especializada não exime o gestor da responsabilidade de executar a política de investimentos do fundo, a ele cabendo analisar e selecionar os direitos creditórios da carteira de ativos (art. 32, II); e (ii) caso a consultoria especializada não seja regulada pela CVM, o que é esperado, o gestor deverá fiscalizar suas atividades (art. 85, § 4º, II, da Resolução).

5.7 Garantias (art. 43)

ANBIMA propõe que a formalização de garantias em favor das classes de cotas constitua uma diligência do gestor. Sugere, ainda, que agentes fiduciários ou de garantia e outros participantes de mercado possam ser os beneficiários da garantia, desde que contratados para fazê-lo por conta e ordem da classe, assim como que o gestor de classe restrita possa autorizar que as garantias de operações do fundo sejam formalizadas em nome de terceiros.

ABVCAP, Grupo de Gestores e Mattos Filho sugerem que a vedação seja elidida, posto que, em resumo, (i) inviabiliza estruturas legítimas, assim representando uma ineficiência para a indústria; e (ii) não se justifica sob uma perspectiva formal, nos termos do art. 287 do Código Civil. Defendem que gestor e administrador possuam autonomia para estruturar produtos que prevejam a concessão de garantias em nomes de terceiros.

Em atenção às manifestações dos participantes, a redação foi alterada, de modo a prever outras possibilidades para além da constituição da garantia em nome do administrador ou gestor. Ademais, foi incluído um dispositivo esclarecendo que a vedação em tela não se aplica no âmbito de distribuições públicas de valores mobiliários (e.g. debêntures, certificados de recebíveis), nas quais as garantias são prestadas à comunhão de investidores, pelo que formalizadas em nome de um agente de garantia, não em nome de cada investidor em separado. Destaque-se que, para fins do Anexo Normativo II, o termo “agente de garantia” (art. 43, parágrafo único) tem configuração genérica o bastante para alcançar agentes fiduciários e companhias securitizadoras.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

5.8 Investimento no exterior (art. 44, § 3º)

ABVCAP, Grupo de Gestores e Mattos Filho defendem que os FIDC possam investir em direitos creditórios no exterior, com limites de exposição e controles adicionais, de modo análogo ao que já acontece com os FIF. Assim, propõem definições para “direitos creditórios no exterior” e “direitos creditórios não-padronizados no exterior”, bem como dispositivos que visam disciplinar esses investimentos. O fundamento material da manifestação gira em torno da ideia de que existe demanda por esses ativos; formalmente, o amparo está na inexistência de proibição por parte do CMN e na liberdade de contratar, estabelecida na Lei de Liberdade Econômica.

O mercado de direitos creditórios não faz parte dos mercados de capitais no exterior, de modo que não apresenta todo aparato normativo e operacional que viabiliza o investimento em ativos financeiros no exterior por parte dos FIF. Isto posto, com fundamento no art. 1.368-C, § 2º, da Lei 11.406, de 2002, combinado com o disposto no art. 1º da Resolução CMN 2.907, de 2001, a proposta não foi acatada.

Rio de Janeiro, 22 de dezembro de 2022.

(Assinado eletronicamente por)

ANTONIO CARLOS BERWANGER

Superintendente de Desenvolvimento de Mercado

(Assinado eletronicamente por)

CLAUDIO MAES

Gerente de Desenvolvimento de Normas – 2