À
Superintendência de Desenvolvimento do Mercado
Comissão de Valores Mobiliários

Ref.: Consulta Pública SDM 01/25

1 Introdução

Faço referência ao edital de Consulta Pública em epígrafe, que versa sobre as regras específicas de divulgação de fatos relevantes e comunicados de mercado.

2 Comunicados e fatos relevantes de fundos de investimento listados

O artigo 4º explicita sobre quais regulados a Resolução **não** se aplica. É o mesmo que dizer que fundos de investimento listados (FIIs, FIAgros, FIPs, FIDCs, etc.) não utilizaração esse normativo para disciplinar comunicados e fatos relevantes.

Seria o caso de excluir o inciso por completo, ou ao menos de adaptá-lo para se referir apenas fundos de investimento não listados, acrescentando-se "sem valores mobiliários admitidos mercados organizados" ou outro qualificativo nesse sentido, dado que pela própria forma do disposto na Resolução, os fundos de investimento listados seriam primeiro e genericamente abrangidos pela Resolução ("Art. 2º Esta Resolução se aplica: I – aos emissores registrados de valores mobiliários com sede no Brasil;"), só para em seguida e de maneira mais específica, de excluir esses emissores (Art. 4º, inciso IV atual).

Não só fundos de investimento listados já contam e utilizam a estrutura de comunicados e fatos relevantes, como removê-los da norma seria ainda incoerente no que se refere especificamente aos FIPs, quais há a perspectiva que sejam liberados ao público em geral, e com efetivação desta Resolução, sem nenhum suporte obrigacional de divulgação de alto impacto (fatos relevantes) ou baixo impacto (comunicados), entre os longos períodos das comunicações contábeis obrigatórias.

Sobre a alternativa de qualificação do inciso, em vez da exclusão, ver a redação do Art. 5º inciso I, onde é explicitada a relevância e justificativa de que fundos de investimentos listados estejam incluídos na nova Resolução.

Eu até imagino que a redação proposta do Art. 4º inciso IV seja motivada pelo fato que fundos de investimento hoje não exigem divulgações relacionadas ao atingimento de participações relevantes, e nesse caso a redação final teria de ser ainda qualificada nessa direção.

Artigo 4º, inciso IV, sugestão remoção

IV – fundos de investimento.	

Artigo 4º, inciso IV, sugestão qualificação

IV – fundos de investimento.	IV – fundos de investimento, sem valores mobiliários admitidos em mercados organizados, ou em relação às disposições aplicáveis a divulgação de atingimento de participação relevante.

Mais abaixo eu argumento que seria o caso de se incluir os fundos de investimento listados na obrigação de realizar divulgação de atingimento de participações relevantes.

3 Art. 5º, § 1º, inciso XI

Aqui trata-se apenas da sugestão de remover a menção "incorporação de ações", que parece redundante em relação ao texto imediatamente anterior. Tem como efeito prático "abrir" esse artigo para fundos de investimento. Em caso de manutenção das duas menções de "incorporação", fica daí a sugestão de se substituir "incorporação de ações" por "incorporação de ações ou cotas", para atingir o mesmo efeito.

Artigo 4º, inciso IV

XI – incorporação, incorporação de ações, cisão total ou parcial fusão e outras formas de reorganização societária ou combinação de negócios;	XI – incorporação, cisão total ou parcial fusão e outras formas de reorganização societária ou combinação de negócios;

4 Canal de divulgação irrestrito

O Art. 25 inciso II item b, menciona portais de notícia na internet "em seção de acesso gratuito". Aqui noto que não basta a gratuidade, é necessário que o canal seja **irrestrito**, para evitar a situação onde não haja a cobrança explícita para o acesso a informação, mas a implementação de restrições de acesso, como cadastramentos excessivamente onerosos ou a imposição de termos e condições em conflito com a presente minuta, tenham o efeito contrário ao desejado pela norma.

Art. 25 inciso II item b

b) pelo menos um portal de notícias com página na rede mundial de computadores, que disponibilize, em seção de acesso gratuito, a informação em sua integralidade.	b) pelo menos um portal de notícias com página na rede mundial de computadores, que disponibilize, em seção de acesso gratuito, público e irrestrito, a informação em sua integralidade.

5 Art. 41 § 9º

A sugestão aqui pode ser um tanto paranoica, mas surgiu durante a leitura da minuta. Alterar a menção de "exclusivamente" para "majoritariamente ou explicitamente", para evitar a aplicação da norma pela simples aquisição de uma única ação de uma empresa outra, e assim disfarçar o controle indireto.

Art. 41 § 9º

§ 9º Para efeitos do disposto neste artigo, equipara-se à negociação com valores mobiliários emitidos pela companhia, por suas controladoras ou controladas, nestes dois últimos casos, desde que se tratem de companhias abertas, a aplicação, o resgate e a negociação de cotas de fundos de investimento cujo regulamento preveja que sua carteira de ações seja composta exclusivamente por ações de emissão da companhia, de sua controlada ou de sua controladora.	§ 9º Para efeitos do disposto neste artigo, equipara-se à negociação com valores mobiliários emitidos pela companhia, por suas controladoras ou controladas, nestes dois últimos casos, desde que se tratem de companhias abertas, a aplicação, o resgate e a negociação de cotas de fundos de investimento cujo regulamento preveja que sua carteira de ações seja composta majoritariamente ou explicitamente por ações de emissão da companhia, de sua controlada ou de sua controladora.

6 Divulgação de atingimento de participação relevante em fundos

Hoje em dia não é exigida a divulgação de atingimento de participações relevantes em fundos de investimento, listados ou não. Eu acredito que seria o caso de se considerar, se já não nessa Consulta Pública, de se iniciar uma nova, no sentido de incluir essa obrigação também para fundos de investimento listados. O argumento vai por duas vias.

Primeiro, alguns fundos de investimento listados já incluem em seus regulamentos cláusulas de restrições de voto e *poison pills*, acima de determinados patamares. Incluir na futura Resolução os fundos de investimentos listados **que possuam tais restrições** não só cumpre o objetivo geral da norma, no que se refere a participações relevantes, tem baixo impacto regulatório, por se tratarem de poucos fundos nessa condição, e servem de experimento ante uma regulação mais ampla, posteriormente.

Segundo que, com ou sem um experimento conforme acima, já tem sido possível notar "brigas" de gestão em fundos de investimento listados. Ainda que em fundos de investimento não exista a noção de controlador, a exemplo do que ocorre em ações, há a inequívoca questão do controle pelo administrador e gestor, ambos "cargos" muito bem remunerados, e portanto, cobiçados.

Prever em norma que participações relevantes em fundos listados, sejam essas participações isoladas ou em conjunto, tenham divulgação obrigatória a semelhança de empresas, **no caso de fundos listados voltados ao público geral, e com objetivo de influir na estrutura administrativa** do fundo de investimento, mitiga a reclamação usual de administradores e gestores que foram pegos "de surpresa" com uma remoção ou substituição, e vai em linha com o recente entendimento da CVM que é inadmissível em fundos de público geral a cobrança de serviços futuros não prestados (as mal disfarçadas multas por destituição sem justa causa).

Os gestores de fundos de investimento de público geral costumam falar em alto e bom som que são meros prestadores de serviço, que o "fundo é dos cotistas", mas na hora da remoção ou destituição, utilizam-se da estrutura do fundo para manter-se no cargo. Havendo a divulgação de posição relevante formada com o intuito de influir na estrutura administrativa do fundo, esse seria o contrapeso para **cimentar a proibição geral e a qualquer título de medidas retaliatórias** à descontinuidade do fundo ou do serviço de prestadores, mesmo essenciais, em fundos de investimento listados de público geral.

7 Fundos de Recompra

Durante a leitura do Capítulo IX, Política de Negociação e Plano de Investimento, eu me remeti a uma sugestão enviada na Consulta Pública SDM 03/24, e na qual eu não consegui ser tão eloquente, mas que o contexto do Capítulo IX me permite estruturar melhor a ideia, aqui chamada de Fundo de Recompra.

Trata-se da intersecção de vários mecanismos e desenvolvimentos regulatórios, alguns recentes, a saber:

- Planos de Investimento, que permite a emissores, administradores e pessoas vinculadas, de negociar os próprios ativos, investindo ou desinvestindo, mesmo em períodos vedados, seguindo regras pré-determinadas, possivelmente continuamente;
- Que os fundos de investimento possam desempenhar a função de formadores de mercado, e que portanto, a atividade em si de formação de mercado é potencialmente lucrativa;
- A exigência minutada na Consulta Pública SDM 03/24, de que FIPs de público geral tem de contar, obrigatoriamente, com o serviço de formador de mercado, que é um custo, possivelmente relevante e necessariamente contínuo;
- A recente enxurrada de solicitações de recompra de cotas de fundos de investimento, dos mais variados tipos (FIInfras, FIPs, FIAgros, FIIs), que só tende a aumentar, dada a recente decisão colegiada que permitiu a recompra de cotas de FIAgros e FIIs.

Os Fundos de Recompra seriam fundos de investimentos exclusivos, detidos e controlados por um emissor de valores mobiliários, inicialmente integralizado em dinheiro e/ou em valores mobiliários, com o objetivo pré-determinado de ofertar continuamente ordens de compra e venda em mercados organizados, seguindo regras de preços-quantidade também pré-determinados.

Ou posto de outra forma, seriam fundos de investimento exclusivos e controlados, que agiriam como formadores de mercado, ofertando e negociando continuamente, mesmo em períodos vedados, podendo formar estoques de ativos mobiliários (se inicialmente integralizados em dinheiro), de maneira mecânica e "passiva", e portanto não implicando em situações de conflito de interesse ou *inside trading*.

Um fundo assim, além de representar um ativo no balanço dos emissores e uma potencial fonte de renda, cumpre a atividade de formador de mercado sem o custo associado, e ainda fornece uma forma de realizar recompra de ações ou de cotas de maneira menos conflitada. Quando um emissor desejar recomprar ações ou cotas, ele pode realizar um mútuo com o Fundo de Recompra, recebendo ações/cotas, e o reabastecendo com dinheiro, de forma que o efeito da recompra ocorra **depois** da recompra, e não antes.

Nem se trata de uma ideia tão original. Lembro de ter lido sobre mecanismo semelhante (possivelmente no livro *Security Analysis* de Benjamin Graham e David Dodd). No contexto original, tratava-se mais de uma obrigação dos emissores de recomprar certos ativos mobiliários

antes do vencimento (por exemplo, direcionar parte do lucro para recompra de ações preferenciais). Mas que acredito possa ser adaptado como um mecanismo ao qual emissores podem se obrigar, em seus estatutos ou regulamentos, de direcionar um montante fixo ou percentual de captações à Fundos de Recompra, que operariam como formadores de mercado, continuamente ofertando e negociando ativos mobiliários em mercados regulados, seguindo a lógica de um Plano de Investimento estruturado como um gradiente linear.

Ao menos a preços abaixo do VP, no caso de fundos de investimento, dado que soa estranho um fundo de investimento de recomprar as próprias cotas a preços superiores ao seu valor contábil. Mas como mencionado na Consulta Pública SDM 03/24, eu acredito que formador de mercado a preços acima do VP é algo menos necessário, no que se refere ao objetivo do serviço prestado em fundos de investimento ao público geral.

Trata-se de uma proposta por demais ousada, eu bem imagino, mas que soou natural e alinhada ao capítulo de Plano de Investimento da presente minuta, mas que por ser transversal a todo o mercado (emissores), e não uma exclusividade de fundos de investimento (atual RCVM 175), eu consegui vislumbrar como um capítulo imediatamente seguinte ao capítulo mencionado, na presente minuta.

8 Encerramento

Sem mais, e agradecendo novamente a oportunidade de participar dessa consulta pública,

São Paulo, 28 de Maio de 2025

André L F S Bacci