



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Memorando nº 21/2016-CVM/SIN

Rio de Janeiro, 13 de maio de 2016.

De: SIN

Para: SGE

Assunto: Consulta da ANBIMA e da ABRAPP sobre aplicabilidade da Instrução CVM nº 558/15 à gestão de recursos próprios por meio de fundos de investimento - Processo CVM SEI nº 19957.002943/2016-71

1. Trata este processo de consultas, formuladas pela Associação Brasileira das Entidades do Mercado Financeiro e de Capitais ("ANBIMA") e pela Associação Brasileira das Entidades Fechadas de Previdência Complementar ("ABRAPP") sobre a melhor interpretação a respeito das exigências impostas pela Instrução CVM nº 558/15 aos gestores que lidem exclusivamente com a gestão de seus próprios recursos, ainda que por meio de fundos de investimento regulados pela CVM.

### A) CONSULTA DA ANBIMA

2. A consulente veio apresentar sua consulta com o reconhecimento, de início, de que a Instrução CVM nº 558/15 definiu uma série de novas obrigações e exigências aos administradores de recursos de terceiros, em especial em aspectos relacionados "a governança, controles e transparência na divulgação de informações mínimas", que então seriam capazes de permitir ao investidor uma avaliação acerca da capacidade técnica e estrutural do prestador de serviço, seja ele administrador fiduciário e/ou gestor de recursos.

3. Entretanto, as "estruturas de tesouraria das instituições financeiras, que utilizam fundos de investimento para alocação de seus recursos", por realizarem uma atividade "não remunerada" e com finalidade diversa da prevista na Instrução CVM nº 558, ou seja, sem que se caracterize como uma prestação de serviços profissionais a terceiros, encontraria dificuldades para o cumprimento de todos os requisitos normativos, o que lhes seria imputado na medida em que utilizam fundos de investimento para o direcionamento de estratégias estabelecidas pela instituição financeira proprietária dos recursos.

4. Dessa forma, a nova Instrução teria trazido ao mercado à reflexão sobre o melhor tratamento para as estruturas de gestão de recursos próprios das instituições financeiras que utilizem, ocasionalmente, fundos de investimento como forma de consolidação de seus investimentos. Entre os elementos para

essa nova reflexão, a ANBIMA destaca: (i) a supervisão do Banco Central do Brasil ("BACEN") e os normativos do Conselho Monetário Nacional ("CMN") às instituições financeiras e demais instituições autorizadas a funcionar pelo BACEN, (ii) o fato, já reconhecido em posicionamentos manifestados pelo Colegiado, de que o art. 23 da Lei 6.385/76 refere-se à administração de recursos de terceiros, e não recursos próprios, (iii) ao tratamento já previsto para outras situações de gestão de recursos próprios, em especial, a Deliberação CVM nº 244, de 03 de março de 1998 ("Deliberação 244/98").

5. A respeito da Deliberação 244/98, a consultante observa que tal norma estabeleceu alguns critérios para eximir as sociedades seguradoras e entidades abertas de previdência privada ("EAPPs") do registro como administrador de carteiras de valores mobiliários quando: a) administrarem carteiras de fundo de investimento exclusivo; e b) a própria seguradora ou entidade aberta de previdência privada seja o único cotista do fundo cuja carteira administre, o que, na época, foi trazido ao exame da CVM pela permissão, prevista na época pela Resolução CMN nº 2.460/1997 (atual Resolução CMN nº 4.444/2015), para que referidas entidades constituíssem e gerissem fundos de investimento exclusivos, em exercício típico de uma atividade de gestão de recursos próprios, e não de terceiros.

6. No que tange à supervisão do BACEN e os normativos do CMN destinados às instituições financeiras, cita a Resolução CMN nº 3.334/2005, que veda que as instituições financeiras sejam titulares de cotas de fundos por elas administrados ou geridos, com exceção dos fundos exclusivos para a instituição, fundos constituídos sob a forma de condomínio fechado e algumas outras situações específicas; e a Resolução CMN nº 2.451, de 27 de novembro de 1997, que requer das instituições financeiras a segregação da administração de recursos de terceiros das demais atividades exercidas. Destacam ainda, nesse contexto, que as instituições supervisionadas pelo Banco Central do Brasil já são obrigatoriamente providas de estruturas de gestão de recursos próprios e gerenciamento de riscos, de acordo com a regulamentação do BACEN.

7. Assim, as estruturas atualmente constituídas pelas instituições financeiras para a alocação de seus recursos podem incluir, por vezes, a constituição de fundos de investimento com o intuito de consolidar e melhor controlar as operações realizadas. Além disso, relembram que os precedentes da CVM têm demonstrado pacífico entendimento da "gestão de recursos próprios como atividade distinta da atividade de gestão de recursos de terceiros", como visto, por exemplo, no julgamento do Processo CVM RJ-2011-14560, pelo qual o Colegiado manifestou que "a CVM credencia administradores de carteiras de valores mobiliários para terceiros e não para recursos próprios", em linha com a competência que lhe é atribuída pelo artigo 23 da Lei nº 6.385/76.

8. Relembra, ainda na consulta, a hipótese tratada pela Deliberação CVM nº 475/2004, segundo a qual bancos comerciais, caixas econômicas, bancos múltiplos sem carteira de investimento, sociedades de crédito, financiamento e investimento, entidades fechadas de previdência privada e até mesmo as sociedades seguradoras estariam dispensados do cumprimento da condição prevista no inciso I do art. 7º da Instrução CVM nº 306/1999 (exigência de constar a atividade objeto de credenciamento no documento constitutivo da entidade), caso viessem procurar seu registro na CVM como administradores de carteiras de valores mobiliários.

9. Segundo a consultante, a redação dada pela Deliberação 475/2004 permitiria inferir "que as instituições que realizem a gestão de seus próprios recursos, mesmo com a utilização do veículo fundo de investimento, estão excluídas do exercício da atividade prevista no artigo 23 da Lei 6.385, tendo em vista que a gestão de recursos próprios não se caracteriza como uma prestação de serviços", o que seria corroborado pela manifestação registrada no Processo CVM RJ 2011/14560", bem como, pela Deliberação CVM nº 244/98. Em função de todo o exposto, entendem que não deveriam se aplicar as disposições da Instrução CVM nº 558/15 à gestão de recursos próprios das instituições financeiras, mesmo para as situações em que a instituição decida concentrar suas estratégias com a alocação de ativos em carteiras de fundos de investimento, considerando que, nestes casos, o fundo de investimento é apenas um veículo de investimento utilizado pela própria instituição financeira.

10. Após essa explanação inicial, a ANBIMA traz à luz algumas exigências específicas da Instrução CVM nº 558/15, com o intuito de demonstrar como a norma, por ter sido arquitetada sob outros pressupostos, traz exigências desarrazoadas às tesourarias das instituições financeiras. Para tanto, relembram a regra de exclusividade exigida pelo artigo 4º, § 2º, da Instrução, segundo a qual o diretor responsável pela atividade de administração de carteiras não pode acumular nenhuma outra atividade no mercado de capitais; e diversas das informações previstas no Formulário de Referência, como, por exemplo, aquelas relacionadas à resiliência financeira, a estrutura mantida para a atividade de gestão, o escopo das atividades, as políticas adotadas, a remuneração aplicável e as contingências previstas, assim como outras informações que seriam tornadas públicas em relação à tesouraria dessas instituições financeiras sem um benefício, aparente ou implícito, que o justificasse.

11. Assim, defendem "o entendimento de que as regras da ICVM 558 estão diretamente ligadas à transparência aos investidores e à mitigação de conflito de interesses", o que propiciaria "aos investidores condições adicionais de comparação e seleção do prestador de serviço que melhor lhe convier", mas não no caso de gestão de recursos próprios, onde tal objetivo não seria alcançado, "uma vez que a figura do investidor se confunde com o próprio gestor dos ativos, sem qualquer conflito de interesses que necessite ser divulgado, o que resultaria numa informação inócua ao mercado".

12. Diante disso, a ANBIMA então solicita à CVM avaliar "a possibilidade de estender às áreas das instituições financeiras que atuem na gestão de recursos próprios a dispensa concedida às sociedades seguradoras e entidades abertas de previdência privada", por intermédio da edição de uma nova Deliberação, em termos similares à Deliberação CVM nº 244/1998, o que afastaria, assim, a aplicação das disposições da Instrução CVM nº 558/15 à gestão de recursos próprios das instituições financeiras.

#### B) CONSULTA DA ABRAPP

13. Em sua consulta, a Associação informa que pretende ver excepcionadas para as entidades fechadas de previdência complementar ("EFPCs" ou "fundos de pensão") as "exigências contidas no artigo 4º, inciso II, e § 2º, § 3º e § 7º, bem como o previsto nos artigos 11, 14, 15, 22, 23 e 26, § 1º, da Instrução CVM n. 558/2015" para a gestão de fundos de investimento exclusivo dos quais sejam os únicos cotistas.

14. Assim, lembra que, quando da edição da Instrução, "foram estabelecidas regras que inviabilizavam às EFPC a administração de carteira" via fundos de investimento, porque, apesar da permissão contida na Resolução CMN nº 3.121/2003, vigente à época, "para a aplicação dos recursos das EFPC em fundos de investimento exclusivos", a Instrução CVM nº 306/99 exigia que a gestora desse fundo tivesse por objeto social a atividade de administração de carteiras.

15. Assim é que teria sido editada a Deliberação CVM nº 475/04, para então dispensar os fundos de pensão de fazer constar, em seu objeto social, a atividade de administração de carteiras de valores mobiliários em seus respectivos Estatutos, nas condições ali especificadas.

16. Nesse contexto, argumenta que "a edição da ICVM 558 vem impor às EFPC situação análoga à ocorrida quando da edição da ICVM 306", uma vez que (i) mantém a exigência de que conste a atividade de administração de carteiras no documento constitutivo da pessoa jurídica; (ii) exige a atribuição da responsabilidade pela atividade a um diretor estatutário; (iii) exige a atribuição da responsabilidade pela gestão de riscos a um outro diretor estatutário; e (iv) impõe a obrigatoriedade de divulgação de Formulário de Referência anual.

17. Esclarece, então, que o objetivo exclusivo das EFPCs é "a administração e execução de planos de benefícios de natureza previdenciária, conforme as regras estabelecidas na LC [Lei Complementar nº] 109", e que, por isso, são fiscalizadas pela Superintendência Nacional de Previdência Complementar ("PREVIC"), que impõe a indicação de um administrador responsável por todas as atividades de investimento relacionadas à EFPC, inclusive a gestão de riscos, denominado como Administrador Estatutário Tecnicamente Qualificado ("AETQ"), ou seja, de forma diversa da estabelecida pela regulação da CVM, que exige a indicação de um responsável pelas

atividades de administração de carteiras, e outro para a atividade de gestão de riscos.

18. Ainda, lembra que a Instrução PREVIC nº 13/2014 estipulou a obrigação de elaboração e divulgação do denominado Relatório Anual de Informações, que já incluiria todas as informações relevantes a respeito da EFPC, inclusive em relação a seus investimentos, e que se mostraria mais adequado aos propósitos de sua atuação do que o Formulário de Referência da Instrução CVM nº 558/15, até porque "a gestão profissional dos ativos financeiros... se dá, exclusiva e unicamente, em relação aos recursos da própria EFPC", razão pela qual a divulgação das informações exigidas pela CVM teria como "beneficiário final a própria EFPC".

19. Em razão de todo o contexto exposto, a ABRAPP vem solicitar:

- (i) confirmar que a exceção estipulada pela Deliberação CM nº 475/04 para os fundos de pensão continua válida mesmo depois da edição da Instrução CVM nº 558/15;
- (ii) a permissão, para as EFPCs que assim desejarem, de indicação do mesmo responsável tanto para a atividade de administração de carteiras quanto para a atividade de gestão de riscos;
- (iii) a dispensa de cumprimento do disposto nos artigos 14 (conteúdo mínimo do website) e artigo 15 (elaboração e divulgação do Formulário de Referência);
- (iv) a equiparação do Relatório Anual de Informações, já exigido dos Conselhos Fiscais das EFPCs pela Resolução MPS/CGPC nº 13/2014, ao Relatório de Controles Internos previsto no artigo 22 da Instrução CVM nº 558/15;
- (v) a admissão da Política de Investimentos das EFPCs como evidência formal da "política escrita de gestão de riscos" exigida pelo artigo 23 da Instrução CVM nº 558/15;
- (vi) confirmar que o disposto no artigo 4º, § 2º, da Instrução CVM nº 558/15, ao dispor que "o diretor responsável pela administração de carteiras... não pode ser responsável por nenhuma outra atividade no mercado de capitais", não impede que os diretores dos fundos de pensão atuem em conselhos de administração e fiscal de companhias investidas;
- (vii) corroborar a interpretação da consulente de que, no caso das EFPCs, não se aplicaria o previsto no artigo 4º, § 3º, da Instrução CVM nº 558/15 (exigência de que os responsáveis pela gestão de riscos e pelo *compliance* não atuem em outras funções que comprometam sua independência);
- (viii) esclarecer se é mesmo inaplicável, para os fundos de pensão, a exigência de que conste em seu documento constitutivo as responsabilidades do administrador responsável pela atividade de administração de carteiras, conforme exigido pelo artigo 4º, § 7º, da Instrução CVM nº 558/15;
- (ix) ratificar a interpretação da ABRAPP de que não se aplica às EFPCs as exigências de consentimento prévio do cliente nas hipóteses do artigo 26, § 1º, da Instrução CVM nº 558/15 (casos de contratação de terceiros), dado que tais fundos de pensão não possuiriam "clientes".

### C) MANIFESTAÇÃO DA ÁREA TÉCNICA

20. De início, convém lembrar alguns precedentes da CVM que, direta ou indiretamente, já trataram a questão conceitual da competência legal da Autarquia para fundos de investimento, ainda que utilizados para a gestão exclusiva de próprios recursos.

21. Um primeiro precedente, e que tem servido de referência basilar para a atuação de supervisão da área técnica em relação aos fundos de investimento, é aquele previsto na decisão de Colegiado do Processo CVM nº RJ-2005-2345, julgado em 21/2/2006. Nele, ao tratar de consulta da Superintendência de Registro de Valores Mobiliários ("SRE") sobre "a correta interpretação da lei e da regulamentação aplicável" à distribuição pública e privada de cotas de FIP e FIDC, o Pte. Relator, Marcelo Trindade, expôs, em seus principais termos, que:

- 17. Portanto, em resumo, pode-se afirmar que: i. a constituição de condomínios sobre valores mobiliários (ressalvada a situação legal específica dos FII) não depende de registro na CVM; ii. sem prejuízo disto, a CVM disciplina a constituição de tais condomínios (do ponto de vista do conteúdo dos documentos de constituição e da publicidade a eles imposta), quando organizados sob a forma de fundos de investimento, visando à regulação mais adequada (e obrigatória) da subsequente distribuição pública de cotas dos fundos; e, iii. a existência de uma regulação*

*sobre a constituição e o funcionamento dos fundos de investimento termina por assegurar aos agentes de mercado certeza jurídica sobre a disciplina de tais condomínios, o que faz com que, na prática, mesmo os fundos de investimento que não se destinam a posterior distribuição pública de cotas prefiram obter registro na CVM.*

...

*38. ...quanto aos temas relativos aos registros dos fundos, pode-se concluir que: i. a Instrução 400 admite a criação de regimes próprios de registro de distribuição pública para valores mobiliários específicos, desde que tais regimes abranjam apenas as matérias elencadas no art. 60 daquela Instrução; ii. a Instrução 409 criou regimes de registro próprio para a distribuição pública de cotas dos fundos de investimento por ela disciplinados, diferenciando os regimes aplicáveis aos fundos abertos e aos fundos fechados, mas, quanto a estes, mandando aplicar na íntegra a Instrução 400, quando não destinados exclusivamente a investidores qualificados; iii. as Instruções 205, 209, 356 (apenas quanto aos FIDC fechados) e 391 também criaram regimes de registro próprios para a distribuição pública de cotas dos fundos de investimento por elas disciplinados, com variações entre si e em relação à Instrução 409; iv. a Instrução 356 é silente quanto ao registro de distribuição pública de FIDC abertos, o que leva à aplicação a tal registro das regras da Instrução 400; e, v. As Instruções 205, 356, 391 e 409 não são expressas quanto à possibilidade de colocação privada de cotas dos fundos de investimento de que tratam, e a Instrução 209, embora a preveja, não é clara quanto à dispensa da contratação de intermediário nesse caso, sendo certo, ainda, que a Instrução 409 parece presumir que toda colocação de fundo aberto deve presumir-se pública;*

...

*40. Nem a lei, nem a Instrução 400, vedam a colocação privada (isto é, não pública) de valores mobiliários, nem tampouco exigem, para essa modalidade de venda, registro perante a CVM (cf., a propósito, o art. 19 da Lei 6.385/76). Seria mesmo duvidoso, como salientou a PFE, que a CVM pudesse exigir o registro de colocação privada.*

*41. Quando se trata de fundos de investimento, com maior razão, a distribuição pública é o que legítima a intervenção da CVM, dado que, como visto, salvo no que se refere aos Fundos Imobiliários, não há norma legal que determine a possibilidade de a CVM conceder registros ou autorizações que produzam qualquer efeito jurídico, se não houver distribuição pública.*

...

*44. Não parece possível, assim, do ponto de vista legal, que a CVM conceda registro a qualquer fundo de investimento em que o administrador pretenda colocar suas cotas exclusivamente de modo privado. Em tais casos, se estará diante de um condomínio não regulado pela CVM, segundo a legislação em vigor. Somente a edição de uma lei que atribuísse competência à CVM para criar um registro de fundos, independentemente de sua distribuição pública, daria poderes à autarquia para tanto. Por estas razões, embora nada impeça que o administrador deixe de realizar esforço de venda de cotas de fundo registrado na CVM, o registro deve ser examinado e concedido como se tal esforço fosse realizado.*

...

*55. Finalmente, pelas razões que expus, parece-me que não há, nem necessidade, nem possibilidade, de registro na CVM de fundos de investimento em geral cujas cotas destinem-se à colocação privada, sem prejuízo de que, em busca da segurança jurídica decorrente da existência de regulamentação, ou por qualquer outra razão lícita, os administradores obtenham o registro de fundos junto à CVM, sujeitando-se a todos os ônus inerentes, e não venham a realizar efetivo esforço de colocação pública.*

22. Como se vê, embora o escopo da discussão seja diverso do trazido pela ANBIMA em sua consulta, a remissão a tal precedente é importante na medida em que deixa claro que o registro de um fundo de investimento destinado à colocação privada de suas cotas (caso no qual se incluem, por óbvio, os fundos arquitetados para a gestão de recursos próprios em geral) não seria exigível à luz da regulamentação da CVM, mas sempre que, "*em busca da segurança jurídica decorrente da existência de regulamentação, ou por qualquer outra razão lícita, os administradores obtenham o registro de fundos junto à CVM*", deverão eles se sujeitar a todos os ônus decorrentes dessa condição.

23. É claro que se poderia argumentar em tese que, se todos os ônus do registro do fundo na CVM

devem ser observados, também a exigência de um administrador de carteiras previamente credenciado seria obrigatória, à luz desse entendimento. Entretanto, convém sempre lembrar que, na época da referida decisão de Colegiado, já se encontrava em vigor, há alguns anos, a Deliberação CVM nº 244/98, que justamente dispensa esse registro para os fundos de investimento geridos por seus próprios cotistas exclusivos qualificados como seguradoras ou EAPPs. Assim, não se pode esquecer que a leitura sistemática dessa decisão impõe que devem ser interpretados como "ônus inerentes" aqueles, claro, exigidos pela regulação aplicável ao veículo consideradas suas características específicas, que podem, assim, contar com exceções e dispensas determinadas.

24. Além desse precedente, outro que ataca mais diretamente a questão da gestão de recursos próprios é, como lembrado pela própria ANBIMA, o julgado do Processo CVM nº RJ-2011-14560, que tratou de pedido de credenciamento apresentado pelo Banco Societe Generale com o objetivo exclusivo de gerir uma carteira de ativos financeiros de sua propriedade ou de empresas ligadas. São os trechos mais relevantes dessa decisão, tomada em 3/9/2013, no que importam de mais essencial ao exame da consulta da Associação:

*22. O Colegiado da CVM já analisou no passado três casos em que instituições financeiras solicitaram à CVM o registro de dois diretores responsáveis pela gestão de recursos – um para os recursos próprios da instituição e outro para os recursos de terceiros – com base no art. 7º, § 7º da Instrução CVM nº 306/1999. Em todos estes casos, a CVM concedeu o registro duplo entendendo que, nestes casos, havia uma segregação entre a atividade de gestão de recursos de terceiros e a de recursos próprios e que as atividades eram exercidas de forma independente, em especial no que concerne à tomada de decisões de investimento.*

...

*25. No caso em tela, o SG Brasil não pretendia administrar recursos de terceiros, apenas os dele próprio ou provenientes de entidades ligadas ao Grupo Societé Générale. E aqui, está uma diferença para os casos anteriores, pois a CVM credencia administradores de carteira de valores mobiliários para terceiros e não para recursos próprios. Assim, se o requerente deseja, por qualquer motivo legítimo, obter o registro nesta Autarquia, ele deve atender aos requisitos da norma... Finalmente, em termos práticos, ao conceder o registro, o SG Brasil e seu tesoureiro estariam aptos a administrar recursos de terceiros, o que contrariaria o art. 15 da Instrução CVM nº 306/1999. Portanto, a CVM não teria como atender o pedido original do SG, concedendo um registro para administração de recursos de terceiros condicionado ao Banco não o fazer sob o argumento de que o registro seria apenas para recursos próprios!*

...

*27. Contudo, a meu ver, há benefícios da apreciação deste caso pelo Colegiado da CVM, uma vez que outras instituições podem requerer o mesmo tipo de registro. Assim, caso uma instituição financeira queira registrar nesta autarquia a pessoa jurídica e o seu diretor executivo responsável pela tesouraria do banco, terá que atender a todos os requisitos da Instrução CVM nº 306/1999, mesmo que indique não pretender exercer a atividade de administração de recursos de terceiros.*

25. Nesse contexto, como bem marcado naquela decisão, se um participante de mercado procurar o registro na CVM para a atividade profissional de administração de carteiras de valores mobiliários de terceiros, deverá atender e cumprir todos os requisitos previstos na regulamentação aplicável (no caso, atualmente a Instrução CVM nº 558/15), e não poderia ele pretender, como fez o requerente naquele caso concreto, por exemplo, a obtenção de "um registro para administração de recursos de terceiros condicionado a... não o fazer sob o argumento de que o registro seria apenas para recursos próprios". Até mesmo porque, no entender da área técnica, não poderia a CVM credenciar um participante de mercado para o exercício exclusivo de uma atividade (gestão de seus próprios recursos) não alcançada pelo escopo do artigo 23 da Lei nº 6.385/76.

26. Pelo que se observa do teor dessa decisão e da própria consulta da ANBIMA, é possível destacar três diferentes formas com as quais a CVM já lidou com a questão da gestão de recursos próprios por meio de veículos regulados como os fundos de investimento:

1) Deliberação CVM nº 244/98: com base na constatação de que os fundos exclusivos de seguradoras e EAPPs envolvem uma gestão de recursos próprios, e não propriamente a gestão profissional de recursos de terceiros, a CVM dispensou tais entidades de prévio registro como administradores de carteiras, e passou a exigir deles apenas um simples cadastramento, para que então pudessem figurar como gestores dos fundos de investimento registrados nos sistemas da CVM.

2) Deliberação CVM nº 475/04, item "c": para as entidades fechadas de previdência complementar ("fundos de pensão"), a norma passou a permitir que, para o exercício da atividade de gestão de seus próprios fundos exclusivos, tais investidores institucionais pudessem obter seu credenciamento na CVM, dispensados, neste caso, da exigência de fazer constar em seus documentos constitutivos a previsão da atividade de administração de carteiras de valores mobiliários (na época, exigida pelo artigo 7º, I, da Instrução CVM nº 306/99).

3) Decisões de Colegiado mais recentes sobre gestão de fundos proprietários por instituições financeiras já credenciadas como administradoras de carteiras: como tais prestadores de serviços já mantinham uma estrutura para a gestão de recursos de terceiros, mas utilizam fundos de investimento também para a gestão de suas carteiras proprietárias, o Colegiado da CVM deliberou, em todos os quatro casos já analisados, pela aprovação do pedido de indicação de diretor responsável específico adicional para esses fundos, como instrumento necessário para evidenciar a devida segregação entre as atividades de gestão proprietária (tesouraria) daquelas exercidas pela área de gestão de recursos de terceiros, conforme exigido, aliás, pelo então vigente artigo 15 da Instrução CVM nº 306/99.

27. As formas distintas com a qual tal questão foi enfrentada ao longo do tempo decorre, na verdade, do simples motivo de que procuraram corresponder, cada qual, às demandas que os respectivos solicitantes apresentaram para ver direcionados seus modelos de gestão dos próprios recursos por meio de fundos de investimento (no caso das seguradoras e EAPPs, em razão da edição da Resolução CMN nº 2.460/1997; no caso dos fundos de pensão, por força do processo de adaptação à Instrução CVM nº 409/04; e no caso das decisões de Colegiado, em função de pedidos específicos formulados por algumas instituições financeiras).

28. Sem prejuízo disso, a consulta da ANBIMA é mesmo pertinente, pois traz a possibilidade de refletir, de forma mais ampla e conceitual, a melhor forma de se tratar tamanha possibilidade que, como visto, já é admitida sob diversas nuances e diferentes circunstâncias no arcabouço regulatório da CVM.

29. Antes dessa avaliação, convém destacar o tamanho desse mercado, hoje representado por um patrimônio gerido de mais de R\$ 218 bilhões, no caso das entidades abrangidas pela Deliberação CVM nº 244/98; R\$ 140 bilhões, no caso dos fundos de pensão cujo credenciamento foi obtido com fundamento na Deliberação CVM nº 475/04; e de pelo menos R\$ 16 bilhões, para os fundos geridos pelas tesourarias das instituições financeiras que foram objeto das dispensas concedidas pelo Colegiado ao longo dos últimos anos.

30. Assim, antes que se avalie qual das três abordagens já adotadas pela CVM (ou mesmo outra) poderia servir melhor ao propósito pretendido pela ANBIMA, é importante destacar que, seja (1) pelo extenso histórico já relatado de admissibilidade da gestão de recursos próprios via fundos de investimento, com dispensas variáveis concedidas conforme o caso, seja também (2) pelo fato dessa indústria representar um montante bastante significativo atualmente, não nos parece viável uma opção mais radical como, por exemplo, passar a vedar que a gestão de recursos próprios em gênero seja realizada por meio de fundos de investimento registrados na CVM.

31. Ao avançar mais propriamente no mérito da consulta, de fato e na visão desta Superintendência, parece assistir razão à ANBIMA ao indicar o tratamento da Deliberação CVM nº 244/98 como o mais adequado para a situação prevista em sua consulta.

32. Isso porque, de todas as alternativas já admitidas pela CVM, essa é a que melhor reflete a situação concreta exposta: o exercício de uma atividade não regulada pela Autarquia, tampouco prevista na Lei nº 6.385/76 (a gestão de recursos próprios), mas exercida com o uso de um veículo de investimentos, esse sim, regulado e supervisionado em sua amplitude quando registrado na CVM, nos termos previstos

na decisão de Colegiado do Processo CVM nº RJ-2005-2345.

33. É importante observar que o mecanismo previsto na Deliberação CVM nº 244/98, apesar de reconhecer que a situação ali tratada envolvia a gestão de recursos próprios e não a gestão de recursos de terceiros prevista na Lei nº 6.385/76, em nada conflita com o teor da já mencionada decisão de Colegiado do Processo CVM nº RJ-2005-2345, não apenas pelo que já foi defendido no item 16 deste Memorando, mas também porque, para todos esses fundos (com exceção da dispensa de que contem com um administrador de carteiras credenciado na CVM para sua gestão), os demais requisitos e exigências previstos na regulação efetivamente são cumpridos pelos seus administradores (envio de informações periódicas, pagamento de multas cominatórias quando do não envio, incidência da taxa de fiscalização, dentre outras).

34. De outro lado, o tratamento conferido tanto pela Deliberação CVM nº 475/04 quanto pelas recentes decisões de Colegiado (para as tesourarias de instituições financeiras), no contexto de uma norma que hoje regulamenta a atividade de gestão (Instrução CVM nº 558/15) em grau diferenciado de detalhamento em relação à anterior (Instrução CVM nº 306/99), traz mesmo importantes desafios no cumprimento, por esses participantes de mercado, em relação às exigências regulatórias impostas, até porque muitas delas, na verdade, sequer manterão algum sentido.

35. Assim são, por exemplo, os requisitos associados a (1) diversos aspectos da função de gestão de risco (pois a regulação da CVM apresenta, naturalmente, foco e objetivos distintos daqueles vistos na regulação do BACEN para a tesouraria das instituições financeiras, ou na regulação da PREVIC para os fundos de pensão); (2) várias das estruturas mínimas de controle e *compliance* exigidas do gestor de recursos de terceiros (por exemplo, políticas como a de *fair allocation* ou seleção de corretoras, dentre outras, ganham contornos diferentes ou são inaplicáveis), (3) a necessidade de *disclosure* de muitas das informações previstas no Formulário de Referência a respeito da estrutura dessas tesourarias ou EFPCs, ou mesmo, em última instância, (4) a correta interpretação do "dever fiduciário" oponível ao gestor de recursos de terceiros, que não se encaixa com propriedade à forma e pressupostos de atuação de um gestor de recursos próprios, onde esse terceiro sequer existe.

36. A própria extensão e magnitude das dispensas ou interpretações de não incidência solicitadas pela ABRAPP em sua consulta, que chegam a tentar afastar a aplicação da maior parte das exigências previstas na Instrução CVM nº 558/15, é uma evidência bastante concreta do quanto essa norma não parece mesmo ter sido desenhada levando em conta as especificidades desses segmentos de atuação.

37. E, de fato, faz muito sentido que seja assim, se não, de outra forma, estaria a CVM regulando a atividade de gestão de recursos próprios de certos investidores institucionais (sejam as tesourarias de instituições financeiras ou os fundos de pensão), o que, ao ver da área técnica, não é o escopo pretendido pela Instrução CVM nº 558/15.

38. Nesse sentido, parece bastante oportuna a utilização do teor previsto na Deliberação CVM nº 244/98 tanto para um caso quanto para o outro, pois, ao se agir dessa forma, de um lado se reconhece a impropriedade de fazer valer a regulação dos administradores de recursos de terceiros para tais investidores (como lembrado na decisão do Processo RJ-2011-14560, "*a CVM credencia administradores de carteira de valores mobiliários para terceiros e não para recursos próprios*"); e de outro, permanece observada a preocupação externada na decisão de Colegiado do Processo CVM nº RJ-2005-2345, já que, por fazerem uso de um veículo regulado e registrado na CVM para viabilizar essa atividade, tais participantes permanecem sujeitos a todas as obrigações regulatórias decorrentes dessa condição.

39. De toda forma, entende a Superintendência que tamanho tratamento apenas se faça necessário no âmbito da gestão de recursos, na forma estrita em que tal atividade é delimitada pela Instrução CVM nº 558/15, e não à atividade de administração fiduciária dos fundos em questão, para os quais não se vislumbra qualquer dificuldade em continuar impondo que sejam exercidas por administradores de carteiras credenciados na CVM nessa categoria, seja porque todas as obrigações oponíveis ao fundo em

si serão cumpridas por esse participante, que tem a *expertise* e experiência apropriada para isso, seja ainda porque as atividades de administração fiduciária, que continuam importantes para garantir o adequado funcionamento do fundo, são diferentes das atividades de gestão propriamente ditas que se encontram sob discussão nas consultas efetuadas.

40. Além disso, a atividade de administração fiduciária de fundos para recursos próprios não parece diferir, em substância, da que seria exercida para os fundos de terceiros, afora o fato, também, de que deve ser mantida segregada da atividade de gestão, em linha com a exigência do artigo 27 da Instrução CVM nº 558/15, o que permite concluir que nenhuma das problemáticas levantadas na consulta se estende a essa atividade. Por último, vale lembrar que essa já é a prática tanto das seguradoras e EAPPs, com base na Deliberação CVM nº 244/98; dos fundos de pensão, com fundamento na Deliberação CVM nº 475/04; e das instituições financeiras que contam com precedentes do Colegiado para suas tesourarias, ainda que, neste último caso, a administração e a gestão por vezes seja concentrada numa mesma pessoa jurídica, circunstância essa que permaneceria possível mesmo com a exigência proposta pela SIN.

41. Nesse sentido, entendemos tão apenas que, no caso das tesourarias das instituições financeiras, a atividade de administração fiduciária desses fundos seja mantida segregada e isolada da atividade de administração fiduciárias dos demais fundos (dedicados a terceiros), de forma a não suscitar conflitos de interesse decorrentes do trânsito indiscriminado de informações sigilosas, de uma parte a outra, referentes às operações e estratégias com os ativos financeiros em suas carteiras.

42. Assim, a proposta da área técnica é a de que, caso assim concorde o Colegiado, seja emitida nova Deliberação, em substituição à atualmente vigente Deliberação CVM nº 244/98, que estenda os efeitos da anterior, também e agora, às entidades fechadas de previdência complementar e às tesourarias das instituições financeiras, desde que limitadas à atividade de gestão de recursos qualificada na Instrução CVM nº 558/15.

43. Diante de todo o exposto, submetemos as consultas da ANBIMA e da ABRAPP à superior apreciação, com proposta, ainda, de que sua relatoria seja conduzida por esta SIN/GIR.

Atenciosamente,

Verochile da Silva Junior

Gerente de Registros e Autorizações - em exercício

Daniel Walter Maeda Bernardo

Superintendente de Relações com Investidores Institucionais



Documento assinado eletronicamente por **Verochile da Silva Junior, Gerente em exercício**, em 16/05/2016, às 18:17, conforme art. 1º, III, "b", da Lei 11.419/2006.



A autenticidade do documento pode ser conferida no site [https://sei.cvm.gov.br/conferir\\_autenticidade](https://sei.cvm.gov.br/conferir_autenticidade), informando o código verificador **0108141** e o código CRC **1BBDAF1D**.  
This document's authenticity can be verified by accessing [https://sei.cvm.gov.br/conferir\\_autenticidade](https://sei.cvm.gov.br/conferir_autenticidade), and typing the "Código Verificador" **0108141** and the "Código CRC" **1BBDAF1D**.

---

---

**Referência:** Processo nº 19957.002943/2016-71

Documento SEI nº 0108141