



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

### TERMO DE RETIFICAÇÃO

Memorando nº 28/2020-CVM/SIN/GAIN

Rio de Janeiro, 28 de agosto de 2020.

De: SIN/GAIN

Para: SGE

Assunto: Recurso contra determinação de transferência de gestão de fundos por administrador de carteira – Processo 19957.002620/2020-64.

1. Trata-se de Recurso (1043217) apresentado à CVM por IRB ASSET MANAGEMENT S.A. (“IRB ASSET”) em 26/6/2020, nos termos da Deliberação CVM nº 463/03, contra decisão da SIN, que cancelou o cadastro por ela detido para a gestão de recursos próprios da Sociedade (conforme previsto pela Deliberação CVM 764) e determinando a transferência de fundos geridos cujo cotista exclusivo é o IRB-Brasil Resseguros S.A. (“IRB RE”) para outro prestador de serviços, conforme lhe foi comunicada pelo Ofício nº 443/2020/CVM/SIN/GAIN, de 13/5/2020 (0991484).

#### **A) HISTÓRICO**

2. O IRB ASSET MANAGEMENT S.A. detém o credenciamento como administrador de carteira junto à CVM, na categoria gestor de recursos de terceiros, além de possuir cadastro nos termos da Deliberação CVM 764 para a gestão de seus recursos próprios, desde 16/7/2018. Vale lembrar, como discutido quando da edição dessa Deliberação, que o referido cadastro tem objetivo instrumental de, em certas hipóteses ali previstas, viabilizar a segregação dessa atividade da gestão de recursos de terceiros propriamente dita, conforme regulada pela CVM. Quando de seu credenciamento, foi designado o Sr. FERNANDO PASSO como Diretor Responsável pela gestão dos recursos próprios da Sociedade. O Controlador integral do IRB ASSET é a IRB – BRASIL RESSEGURO S.A.

3. Em 24/3/2020 tomamos conhecimento na CVM da renúncia do Sr. FERNANDO PASSOS desse cargo (0970303), fato ocorrido em 5/3/2020. Dado nosso entendimento de que essa renúncia evidenciava fragilização da segregação buscada pela Deliberação, em 6/4/2020 enviamos o Ofício nº 283/2020/CVM/SIN/GAIN (0970332) informando que a saída do diretor configurava a perda de requisito da instituição para manter o cadastro como gestor de recursos próprios.

4. O IRB ASSET apresentou sua resposta ao ofício 283/2020 em 6/5/2020 (0986893). Nesta, comunicava que “O IRB ASSET encontra-se em processo de revisão da sua governança interna”, e por essa razão, teriam decidido que “não

*mais fazia sentido a existência e manutenção do 'cargo de diretor responsável pela gestão de recursos próprios do IRB ASSET'". Ainda, defendeu que a "decisão fundamentou-se na segregação existente entre as equipes do IRB ASSET e de sua controladora" ,inclusive porque "a gestora conta com uma equipe altamente capacitada e com dedicação exclusiva para o exercício da atividade de gestão de recursos". Conclui-se da leitura da carta que o IRB ASSET, divergindo de nosso entendimento, julgou desnecessária a nomeação de um novo diretor de recursos próprios.*

5. Considerando a situação irregular na visão da SIN, conforme o Despacho GAIN (0991477) que expunha nosso entendimento, em 15/5/2020 foi enviado o Ofício nº 443/2020/CVM/SIN/GAIN (0991484), comunicando o cancelamento do cadastro do IRB ASSET MANAGEMENT S.A. para realizar a gestão de recursos próprios, mantido ainda o seu credenciamento para a gestão de recursos de terceiros, e com a determinação a transferência de gestão dos fundos cujo cotista exclusivo era o IRB-BRASIL RESSEGUROS S.A., controlador integral do IRB ASSET, para outros gestores.

6. Uma vez que não foram adotadas as providências necessárias de transferência da gestão dos fundos acima mencionados, em 16/6/2020 encaminhamos em seguida para IRB ASSET o Ofício nº 548/2020/CVM/SIN/GAIN (1035793), com reiteração para imediata resposta.

7. Na mesma data, e através de e-mail proveniente de escritório de advocacia constituído (1036121), a empresa explicou as razões da demora na resposta, informou que apresentaria recurso frente à decisão aqui tomada e solicitou concessão do efeito suspensivo ao recurso. Com fins de regularizar a situação, ainda em 16/6/2020 enviamos o Ofício nº 553/2020/CVM/SIN/GAIN (1036183), concedendo o efeito suspensivo em razão das condições não usuais do período de pandemia:

8. No dia seguinte, o IRB ASSET apresentou-nos resposta (1036689), comunicando que impetraria recurso à nossa decisão *"de exigir a transferência da gestão dos fundos para outro prestador de serviços, na forma do item I da Deliberação CVM 463, de 2003, sem prejuízo de uma eventual reconsideração da área técnica à luz da fundamentação a ser apresentada no citado recurso"*.

9. O recurso foi finalmente apresentado em 26/6/2020 (1043216), contendo seu arrazoado (1043217), e uma série de documentos para suportá-lo.

10. Dentre os documentos mencionados encontra-se o *PLANO DE NEGÓCIOS DETALHADO* (1043218), um comparativo organizacional com outras seguradoras mundiais (1043219), três apresentações institucionais sobre a IRB ASSET (1043220 1043221 1043222) e duas lâminas de fundos geridos pela IRB ASSET (1043223 1043224).

11. Após análise dos termos do Recurso, a SIN deliberou por manter a decisão anteriormente tomada, com o cancelamento de seu cadastro como gestor de recursos próprios e a conseqüente exigência de transferência de determinados fundos ora geridos, e dessa forma, remete o presente processo para apreciação do Recurso por parte do Colegiado da CVM.

## **B) DAS RAZÕES DO RECURSO**

12. O extenso recurso ora em análise (1043217) alegou inicialmente que *"O Recorrente entende que hoje dedica-se exclusivamente ao exercício da atividade de gestão de recursos de terceiros, na forma da Instrução CVM nº 558, não*

contemplando

mais em sua estrutura nenhuma interferência de profissionais ligados a sua Controladora. O envolvimento do referido Diretor se mostrou relevante tão somente na fase inicial de criação do IRB ASSET e transferência de carteiras e fundos para a gestão desse último" (fl. 3).

13. Assim, para refutar o disposto no Ofício 443/2020 (0991484), o Recorrente questiona o dispositivo normativo que levou à decisão ora recorrida: "a interpretação dada ao art. 20 da Instrução CVM nº 558, utilizado como fundamento legal para a exigência da transferência dos fundos, se mostra incorreta, na medida que o Recorrente exerce suas atividades por meio de equipe segregada da Controladora, altamente capacitada e com histórico profissional imaculado, mediante processo de tomada de decisão independente e de forma remunerada, em observância à regulação, e, ainda, com o devido cumprimento a todos os requisitos da citada Instrução CVM nº 558, dentre eles procedimentos de administração e tratamento adequado aos potenciais conflitos de interesses" (fl. 5).

14. Em seguida, a Recorrente sintetiza as oito razões do Recurso (fl. 6-7), conforme segue:

1. O cargo de Diretor de Recursos Próprios somente foi criado em função de exigência da CVM quando do credenciamento original;

2. O IRB ASSET deve ser encarado como independente de sua controladora integral, o IRB RE;

3. A equipe do IRB ASSET é suficientemente capacitada, e seu processo de seleção de ativos é independente da Controladora;

4. A criação da IRB ASSET se insere num movimento normal também praticado por outros conglomerados no Brasil e Exterior;

5. A gestão de recursos da Controladora pela IRB ASSET é positiva, denotando alinhamento de interesses;

6. O art. 20, II da ICVM 558/15 não veda o exercício da atividade em caso de conflito de interesses;

7. A IRB ASSET sempre deu publicidade e transparência ao fato de ser controlada pela IRB RE;

8. A Gestora atua de forma remunerada para os fundos exclusivos de sua Controladora, caracterizando gestão profissional.

15. Em seguida o Recorrente historia (fl. 7-9) a criação da diretoria de gestão de recursos próprios, o que alega ter feito apenas por exigência da CVM. A estrutura original, que previa um Diretor Geral, assessorado por um Diretor de Gestão teve que ser alterada para acomodar outra estrutura, com um diretor de gestão de recursos próprios e outro diretor de gestão de recursos de terceiros. Também informa que "a CVM exarou entendimento de que o Sr. Fernando Passos não poderia cumular as funções junto ao IRB RE e ao Recorrente, sendo exigida a indicação "de Diretor Responsável pela administração de recursos próprios da Instituição, que não poderá ser o mesmo Diretor Responsável pela administração de recursos de terceiros. Com as adequações acima e envio da documentação complementar solicitada, a SIN decidiu pelo deferimento do pedido de credenciamento do Recorrente".

16. O Recorrente ainda questiona uma possível contradição no posicionamento da CVM, ao defender que "A área técnica da CVM ao permitir os dois diretores no

*IRB ASSET, separando recursos próprios de recursos de terceiros, aplicou o § 5º, do art. 4º da Instrução CVM nº 558, que admite a indicação de mais de um diretor responsável pelas atividades de administração". Ressalta, entretanto, que "o referido dispositivo não ser aplicável ao caso em tela, no qual um dos diretores trataria de "recursos próprios", dado que em sendo tais recursos tratados como uma tesouraria, nem mesmo deveriam estar submetidos aos ditames da Instrução CVM nº 558, salvo no que tange à política descrita no art.14, inciso V da referida Instrução". Dessa forma, argumenta que "considerar recursos da Controladora de uma instituição gestora de recursos de terceiros como 'recursos próprios' causa uma série de impasses e contradições que não poderiam perpetuar" (fl. 9).*

17. O Recorrente ainda cita que *"O entendimento já foi reforçado pela própria CVM no seguinte trecho do Memorando nº 21/2016-CVM/SIN que fala no '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". Nesse precedente, o Colegiado teria assumido 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", o que impossibilitaria a manutenção de uma segunda diretoria com fulcro no já citado §5º, do art.4º da Instrução CVM nº 558, destinada aos ditos "recursos próprios". Entendem, nesse contexto, que as exigências limitam "o projeto do IRB ASSET que, voluntariamente, optou por praticar a gestão de recursos sob os ditames da Instrução que regula a atividade de gestão de recursos de terceiros, sem qualquer desconto regulatório" (fl. 10).*

18. Em seguida o Recorrente apresenta a criação da IRB ASSET, fundamentando seu racional (fl. 11-12). Após apresentar seu histórico de credenciamento na CVM, é afirmado que *"O objetivo perseguido com essa estratégia, desde o início, foi o de aumentar a transparência e independência na gestão dos investimentos do IRB RE e sociedades coligadas, inclusive de recursos oriundos da PREVIRB e o IRB Investimentos e Participações Imobiliárias", e que de toda forma continuaria sendo respeitada "a segregação física, de recursos humanos e tecnológicos entre as sociedades, assegurando, assim, a independência na tomada de decisões, de forma a garantir o crescimento econômico financeiro e perseguir com maior eficiência os interesses do IRB RE e partes relacionadas". Assim, ao informar que segue uma tendência de "resseguradoras globais", a missão do Recorrente seria a de "aprimorar e ampliar a expertise do IRB para gestão de seus próprios ativos e de parceiros estratégicos", como a PREVIRB e resseguradoras e retrocessionários que manteriam relacionamento com o IRB, cenário no qual os recursos do IRB RE e partes relacionadas seriam tratados como de "clientes terceiros" (fl. 13).*

19. Sobre a nova estrutura, informa que *"os acionistas do IRB RE identificaram que a terceirização do serviço de gestão dos seus recursos, por meio da seleção de uma equipe altamente capacitada e submetida aos ditames da Instrução CVM nº 558... seria um caminho mais frutífero que o uso de uma área interna", o que alega ser "um direito legítimo da Controladora e do Recorrente, não cabendo ao regulador juízo de valor a esse respeito". (fl. 13-14).*

20. A Gestora ainda defende ganhos adicionais com essa medida, como a nova fonte de receitas que a IRB Asset passou a representar no contexto do grupo econômico, *"que também se beneficiou com o fato de que deixou de pagar taxas de administração e performance para outros gestores". Argumenta também que o movimento "até eliminou outros potenciais conflitos, na medida em que o*

*cenário até então era de delegação de gestão a outras empresas de gestão de recursos de terceiros, todas renomadas e de absoluta capacidade, mas partes relacionadas ao... bloco de controle do IRB RE ao tempo da constituição do IRB ASSET" (fl. 14).*

21. Ainda é alegado que a diretoria de recursos próprios só teve importância quando da transição para a transferência de gestão dos terceiros para a própria gestora do grupo *"na medida que durante esse meio tempo exigir-se-ia um nível de cooperação com a área de investimentos interna do próprio IRB RE, em especial o Diretor Financeiro, que esteve à frente desse processo"*, depois do que entendem que o tratamento dado pelo IRB ASSET, a sua controladora como cotista exclusiva dos fundos geridos *"passou a ser o mesmo que já era dado nas gestoras anteriores e que seria dado a qualquer recurso de terceiro cliente institucional.* (fl. 15).

22. Em seguida justifica a constituição da gestora como uma subsidiária integral de sua controladora para, a seguir, ressaltar a independência entre o controlador e a controlada, ao assumir que *"o IRB ASSET além de dispor de equipe, espaço físico, recursos humanos e tecnológicos, bem como processo de tomada de decisão independentes, em linha com a Lei das S.A., pelo simples fato de ser uma subsidiária, precisa ser tratado como um ente independente e de administração descentralizada de seu controlador"*, e que essa independência não se limitaria ao *"aspecto formal"*, pois o departamento técnico, assim como os de gestão de riscos, de compliance e de prevenção à lavagem de dinheiro e financiamento ao terrorismo ("PLDFT") também seriam independentes, ainda que formado por alguns funcionários *"que atuavam na Gerência de Investimentos do IRB RE"*, além de profissionais contratados do mercado. (fl. 17).

23. O Recurso ressalta que poderia cumprir a exigência de diretorias separadas, mas entendem não ser uma solução eficiente, pois *"perpetuaria uma visão equivocada a respeito do funcionamento da instituição"* (fl. 18). Assim, ao reiterar a independência da IRB Asset, relembra se tratar de uma instituição *"autossuficiente"*, com receitas suficientes para cobrir seus custos e investimentos (fl. 19).

24. A seguir a Gestora apresenta sua interpretação para o art. 20 da ICVM 558. Para construir sua argumentação, a Recorrente busca subsídios no Edital de Audiência Pública SDM nº 14/11, com o fim de demonstrar *"a real abrangência do art. 20 da Instrução CVM nº 558 e sua completa inaplicabilidade ao caso concreto, tornando a exigência de transferência dos fundos sem fundamento"* (fl. 20), segundo defende.

25. O Recurso discorre que *"o potencial conflito de interesse está presente quando existe a possibilidade de confronto direto ou indireto entre os interesses pessoais dos colaboradores e os da sociedade gestora ou de seus públicos de relacionamento"*, sem que a norma vede, segundo sua leitura, *"a gestão de fundos de investimentos que tenham recursos oriundos dos sócios, empregados, colaboradores, diretores ou da própria empresa"*. (fl. 22-23).

26. Assim, a regulação garantiria o livre exercício de *"atividade econômica com os devidos cuidados exigidos em norma"*, acompanhado da hipótese de punição quando de seu descumprimento, e interpretação diversa conferiria *"um alto nível de subjetividade... na aplicação de dispositivo normativo, ferindo diretamente o princípio da segurança jurídica e o bom andamento do mercado"* (fl. 23), e que *"atribuir ao art. 20, II, da Instrução CVM nº 558 aplicabilidade mais abrangente, no sentido de que o 'eliminar' ali presente representa a necessidade*

*de exterminar todo e qualquer conflito de interesse... seria o mesmo que admitir que o Formulário de Referência não traz o benefício almejado ao mercado, servindo apenas como mero instrumento de supervisão para CVM". Nesse contexto alegou que não teria sido identificada, "pela área técnica, qualquer situação concreta considerada como grave conflito de interesse não administrado pelo IRB ASSET".*

27. Aproveita para reafirmar a transparência dessa situação "aos cotistas dos fundos sob gestão e demais participantes do mercado", inclusive por meio do Formulário de Referência do IRB ASSET". (fl. 24-25).

28. A Recorrente ainda menciona ofício-circular da CVM, com o objetivo de demonstrar que "a SIN sempre se mostrou favorável ao cenário em que os sócios de uma gestora aplicam seus próprios recursos nos fundos de investimento sob gestão da casa, sendo visto como uma 'ferramenta positiva para alinhamento de interesses', conforme se observa no item 2.8 do Ofício-Circular/CVM/SIN/Nº 5/2014".

29. Adicionalmente, o IRB ASSET solicitou, em caso de manutenção da decisão da SIN, manifestação do Colegiado da CVM sobre "a forma correta de aplicação do art. 20, II, da Instrução CVM nº 558, procurando deixar mais claro, tal como na redação original do Edital da Audiência Pública acima citada, que tais conflitos podem ser tratados" (fl. 27), segundo seu entendimento de que "é de se imaginar que a aplicação deve se dar à vista de situações concretas e que justifiquem a interferência estatal" (fl. 28).

30. Argumenta ainda que "O simples fato de se imaginar que, por ser o IRB RE controlador do IRB ASSET, essa última instituição irá favorecer sua controladora, fere de morte todo o racional construído com as normas de conduta e cria instabilidade e insegurança jurídica no mercado", tentando traçar um paralelo com "gestoras [em] que o sócio controlador é o diretor de gestão e esse é fiscalizado por um colaborador, empregado ou sócio minoritário, que carrega as atribuições de risco e controles internos". (fl. 28-29).

31. Ao criticar a Deliberação CVM nº 764 como alternativa possível, alega que, "caso uma sociedade resseguradora não deseje obter tal dispensa de credenciamento, poderá selecionar um prestador de serviço devidamente habilitado para gerir seus fundos exclusivos" ou mesmo contar com uma gestora de recursos própria como fizeram no caso. Assim, informa que "Outros conglomerados da área de seguros já controlam direta ou indiretamente gestoras de recursos... como... a Sul América e a Porto Seguro... gerindo carteiras ligadas ao conglomerado, mas também ofertando seus serviços e expertise de gestão a outros terceiros" (fl. 29-30).

32. A Recorrente ainda faz a comparação de sua própria situação com a de tesourarias de instituições financeiras: "Não se pode deixar de diferenciar de forma veemente a situação do IRB RE e do IRB ASSET com a eventual situação de conflito entre a tesouraria de uma instituição financeira e sua área de gestão". Nesse sentido defende que "a tesouraria da instituição financeira tem uma série de informações privilegiadas a respeito dos seus correntistas e contrapartes, assim como de emissores em geral do mercado", cuja cumulação, reconhecem, "traria consequências intratáveis". A IRB ASSET teria por propósito a "gestão de recursos de terceiros", prezaria pela transparência, inclusive sobre sua controladora, e ainda, esclarece sobre "os tipos de produtos que pretende gerir e os controles internos adotados internamente para tratamento de conflitos de interesse". (fl. 31-32).

33. Conclui a Recorrente que *"houve uma aplicação abrangente, e conseqüentemente equivocada, do art. 20, inciso II, da Instrução CVM nº 558, sem que se tenha até então analisado todo o contexto do IRB ASSET e dos fundos sob gestão, notadamente aqueles investidos pelo IRB RE"*, e em especial, a *"de exigir a transferência dos fundos cujo cotista exclusivo é o IRB RE"*. Portanto, solicita a remessa dos autos ao Colegiado para que o recorrente mantenha todos os fundos sob sua gestão, inclusive os exclusivos com recursos da controladora, bem como reafirme o entendimento de que não há necessidade na manutenção de um diretor responsável pela gestão de *"recursos próprios"* em sua situação. (fl. 33).

34. Ainda é feita solicitação sobre a confidencialidade no tratamento das informações constantes nos Anexos do Recurso.

### **C) MANIFESTAÇÃO DA ÁREA TÉCNICA**

35. Importante esclarecer, de início, que não existe no caso algum "cancelamento de autorização para gestão de recursos próprios" do recorrente, no que o recurso parece se confundir. Isso porque, em linha com o que a própria manifestação reconhece e a SIN não discorda, não há competência da CVM para deferir, indeferir ou cancelar tamanho tipo de autorização, conforme já explorado com propriedade no julgamento do Processo CVM RJ-2011-14560.

36. O recurso, ao tratar da contestação à determinação de transferência, para outro gestor, dos fundos exclusivos pertencentes ao Controlador do IRB ASSET (o IRB RE), conforme disposto no Ofício nº 443/2020/CVM/SIN/GAIN, de 13/5/2020 (0992791), na verdade traz à tona a discussão de como melhor aplicar a regulação da CVM para situações de conflitos de interesse trazidas pela cumulação, por uma gestora, na gestão de recursos próprios como as aqui enfrentadas. E, como se verá, gerir fundos de sua controladora não pode ser entendido de outra forma, e tampouco deixa de suscitar sim os conflitos que essa regulação procurou administrar.

37. Da leitura do Recurso do IRB ASSET, conclui-se que ele se fundamenta basicamente na seguinte argumentação:

(i) Inexiste conflito de interesses no fato de o mesmo diretor responsável por gestão atuar tanto com os recursos de terceiros quanto com os recursos de sua controladora;

(ii) A ICVM 558/15 não vedaria que a mesma diretoria que efetua a gestão de recursos próprios também gerisse os recursos de terceiros, desde que observadas certas providências;

(iii) Por falta de obrigação normativa, a Recorrente considera desnecessária a criação de uma diretoria específica para cuidar dos recursos próprios;

(iv) Inexistindo conflitos de interesse, já que a gestão é remunerada também pelo controlador, e ainda é dada suficiente publicidade e transparência ao fato, não seria correto se obrigar a transferência, para outro gestor, dos fundos exclusivos pertencentes ao seu controlador.

38. A primeira avaliação - e que nos parece ser a mais central e importante - a ser feita no caso concreto é a que diz respeito à natureza do serviço prestado pela IRB Asset com os recursos de sua controladora. Afinal, devemos entender essa atividade como uma de gestão de recursos próprios ou de gestão de recursos de terceiros?

39. O recurso parece se agarrar em argumentos formais para descaracterizar como próprios os recursos geridos nos fundos exclusivos de sua controladora. Nesse sentido defendem se tratar a gestora de ente com outra personalidade

jurídica, CNPJ individual e equipes "independentes" para atuar nas respectivas funções, e assim por diante. Mas nada disso parece afastar a persistência dessa relevante fonte de conflito de interesses.

40. Levando em conta a gestão pela recorrente de recursos do PREVIRB (esses sim, tipicamente considerados como de terceiros para os efeitos da Instrução CVM 558), não nos parece razoável acreditar ou supor, como quer fazer crer o recurso, que essa gestora não necessite considerar e tratar o conflito, em especial frente ao IRB RE - controladora que, como visto, justifica sua atividade, fomentou sua criação e estruturação, repassou a ela a parte mais relevante de sua equipe e que lhe confere até mesmo seu propósito central de existir. Não é ele, nem jamais poderia a gestora assim considerar, um "outro investidor institucional qualquer", como defende o recurso. Entende a SIN que não se pode, no exercício de delicada tarefa de identificar e administrar conflitos de interesse, uma gestora partir de premissas tão ingênuas.

41. Não que se pretenda dizer aqui que a gestora cometa alguma irregularidade em dada hipótese, mas daí a assumir que ela não estaria sujeita a fortes conflitos de interesse nesse atuar, e que tais conflitos mereçam uma atenção especial, vai uma grande distância. Como defendido pelo sempre pertinente Voto da Pte. Maria Helena de Santana no julgamento do Processo RJ-2009-13179 (depois reafirmado por outros, como nos processos SP-2015-118, RJ-2016-4339 ou 19957.005749/2017-29), parece clara a necessidade de se administrar um conflito que emerge de um "interesse oposto ou paralelo" e que se impõe no caso para a gestora.

42. Nessa toada não se entende a afirmação de tamanha ênfase no recurso de que a SIN estaria exigindo a adoção de medidas para "*exterminar todo e qualquer conflito de interesse*", como se pretendesse fazer desaparecer por completo a fonte do conflito.

43. De uma, porque a alternativa da segregação não oferece tamanha solução: estruturas dessa monta administram o conflito viabilizando que, ao menos na tônica operacional e dia a dia da gestora, as decisões de investimento não sejam contaminadas por interesses outros, mas respeitando justamente situações como a exposta neste processo, em que vedar a atividade conflitada sobressairia desproporcional.

44. E de outra, porque essa não foi a única alternativa oferecida para a gestora: seria entendido como adequado outras formas de administrar o conflito além da segregação, como a adesão da resseguradora à Deliberação CVM 764; ou a transferência da gestão dos fundos a terceiros, como objeto de exigência última da SIN e que culminou neste recurso. Até por isso, necessário refutar a tese do recurso de que se estaria impedindo o grupo IRB de manter uma gestora no grupo. Como visto diante das diversas possibilidades de solução vislumbradas, esse em definitivo não é o caso aqui.

45. Assim, esta área técnica não concorda com as conclusões contidas no Recurso interposto pelo IRB ASSET. É nosso entendimento, à luz do disposto na ICVM 558, que a gestora de recursos de terceiros que também fizer a gestão de seus recursos próprios, incluído no conceito os de seu controlador, como neste caso, deverá possuir estrutura segregada, cuja responsabilidade será apartada daquela atribuída ao administrador de carteira pessoa física responsável pela asset.

46. Vale repisar que a questão é, de fato, principiológica, pois o IRB ASSET tem a seu dispor duas alternativas que não passariam pela obrigatoriedade de transferência de gestão dos fundos para entidades que não pertençam ao



conglomerado, mas que ela também se nega a seguir:

(i) poderia transferir a gestão os fundos em questão para a própria controladora, IRB RE, que executaria sua gestão ao amparo da Deliberação 764; ou, alternativamente,

(ii) poderia voltar a constituir uma diretoria dedicada à gestão de recursos próprios, já possuindo em seus quadros inclusive administrador de carteira pessoa física habilitado para assumir tal responsabilidade, conforme exposto no item 24 acima.

47. Como sabido, o recurso se funda na interpretação a ser dada ao art. 20 da ICVM 558/15 (ver item 33, acima), o qual estabelece:

*Art. 20. O administrador de carteiras de valores mobiliários, pessoa jurídica, deve exercer suas atividades de forma a:*

*I - assegurar que todos os profissionais que desempenhem funções ligadas à administração de carteiras de valores mobiliários atuem com imparcialidade e conheçam o código de ética e as normas aplicáveis, bem como as políticas previstas por esta Instrução e as disposições relativas a controles internos; e*

*II - identificar, administrar e eliminar eventuais conflitos de interesses que possam afetar a imparcialidade das pessoas que desempenhem funções ligadas à administração de carteiras de valores mobiliários.*

*Parágrafo único. O administrador de carteiras de valores mobiliários, pessoa jurídica, deve desenvolver e implementar regras, procedimentos e controles internos, por escrito, com o objetivo de assegurar o cumprimento do disposto no caput e seus incisos.*

48. Aparentemente a conclusão manifestada no recurso é a de que, se tomadas "precauções" pela área de gestão de recursos, com a permanente verificação das ações por parte da área de compliance, aliados à divulgação e publicidade sobre a situação de que existam fundos exclusivos de propriedade do controlador, a questão estaria suplantada.

49. Não concordamos com tal conclusão. Nosso entendimento segue no sentido de que a administração de recursos da controladora da gestora não deva ser efetuada pela mesma diretoria, pelo mesmo responsável e equipe daquela dedicada para a de recursos de terceiros, em razão dos evidentes interesses conflitantes existentes. Enfatizamos que tal posicionamento não impede, como já ocorreu, a constituição de uma Asset pela controladora, seja ela de que segmento de atuação for, desde que, como visto aqui, resista a necessidade de separação entre essas áreas.

50. Ainda que o artigo 20 da Instrução CVM 558 não exija especificamente a segregação entre a gestão de recursos de terceiros e a de recursos próprios como única medida apta para administrar esse conflito, tampouco esta superintendência se limita a essa solução para dirimir a controvérsia. De toda forma, convém lembrar que a segregação é medida que tem se mostrado historicamente proporcional e adequada na experiência não apenas desta área de supervisão, mas também em linha com os diversos precedentes para casos do gênero julgados pelo Colegiado, e que ao fim resultaram justamente na edição da Deliberação CVM nº 764.

51. A leitura sistemática da regulação da atividade também nos lembra a todo tempo da severidade do conflito envolvido nessa hipótese, e como ele sugere tratamento específico. Veja-se, por exemplo, o art. 27, da mesma ICVM 558. Ele trata, diferentemente do caso em apreço, da acumulação de funções por parte do

diretor pelas atividades de administração fiduciária, como segue:

*Art. 27. As atividades de custódia e de controladoria de ativos e de passivos devem estar totalmente segregadas das atividades de gestão de recursos.*

*Parágrafo único. Caso o administrador de carteira seja registrado apenas na categoria "administrador fiduciário", não há necessidade de designação de diretor da instituição administradora para responder exclusivamente pela administração de carteiras de valores mobiliários, conforme dispõe o § 2º do art. 4º, podendo a designação recair sobre diretor que possua vínculo com outras atividades, **vedada a acumulação com a atividade de administração dos recursos da própria instituição**" (grifo nosso).*

52. Como se pode perceber, a possibilidade de cumulação de outras atividades por esse responsável é bastante ampla, e encontra sua única limitação precisamente na atividade de "administração dos recursos da própria instituição". E cabe alertar: para uma atividade que nem sugere tantos riscos de materialização de conflitos quanto na de gestão de recursos, como visto no caso deste recurso.

53. Outro exemplo de regulamentação mais restritiva para a gestão de recursos próprios é a prevista nos no artigo 76 da Instrução CVM 555 (para os fundos por ela regulados) ou no artigo 24 da Instrução CVM 472 (para os fundos imobiliários), ao vedar o voto, em assembleias gerais de cotistas, de pessoas ligadas direta ou indiretamente ao administrador ou gestor dos fundos por essas normas regulados.

54. Até a regulação das instituições financeiras, conforme exarada pelo Banco Central por meio de suas normas, também prevê tratamento mais cuidadoso para tamanho conflito, ainda que, claro, sob a perspectiva de atuação daquelas entidades por ele reguladas. Exemplos disso são (1) a Resolução CMN nº 3.334, ao vedar a essas instituições, "na qualidade de administradoras ou de gestoras de carteira de fundos de investimento~, de deter cotas de fundos por elas administrados ou geridos, salvo em algumas situações excepcionais. Além, naturalmente, da Resolução CMN nº 2.451, ao estabelecer em seu artigo 1º "a obrigatoriedade de as instituições financeiras e demais instituições autorizadas a funcionar pelo Banco Central do Brasil promoverem a segregação da administração de recursos de terceiros das demais atividades da instituição".

55. Quanto à argumentação de que a CVM nem deveria estar tratando da questão da gestão de recursos próprios, por falta de competência para tal, conforme explicitado no item 35 acima, sequer refutamos tal entendimento. Nossa supervisão é sobre a atividade de gestão de recursos de terceiros e, assim, admitimos a segregação da gestão dos recursos próprios como forma de resolver situações de conflito na atividade regulada da gestora.

56. Mas isso não significa admitir que estejamos regulando essa estrutura apartada, tanto que sobre ela não realizamos nenhuma análise ou exigência em termos de equipe, estrutura ou governança, mas sim e tão apenas, a indicação de um contato responsável pela área. Ou seja, a existência de uma área de gestão de recursos próprios cumpre objetivo instrumental de viabilizar o tratamento da fonte de conflito sobre aquilo que efetivamente regulamos, o que seja, as atividades da Asset.

57. Deve-se constatar aqui que esta área técnica em momento algum emitiu juízo de valor a respeito da capacidade técnica do corpo funcional do IRB ASSET em executar suas funções na gestão de carteiras de valores mobiliários e fundos de investimento. Tampouco se questiona sua capacidade de gerar receita adicional ou incrementar a eficiência do Grupo. A questão em discussão, é conveniente lembrar e evidenciar, é o potencial conflito de interesses existente ao se gerir

simultaneamente recursos de terceiros e fundos exclusivos pertencentes a seu controlador.

58. Até mesmo em função disso, deixamos aqui de criticar ou tecer comentários sobre as supostas vantagens que o recorrente alega possuir por manter uma asset dedicada a gestão de seus recursos, afinal, não faz sentido assumir que apenas por meio de uma gestora credenciada pela CVM o grupo econômico poderia obter e manter uma equipe, estrutura e controles dignos de suas expectativas. Poderia replicar tudo o quanto previsto nas melhores gestoras do país sem que detivesse tamanho credenciamento.

59. Também se esclareça aqui que esta área técnica não está automaticamente equiparando a presente situação da IRB ASSET/IRB RE com as instituições financeiras, conforme sugerido no item 37 acima. São modelos de negócio diferentes, por óbvio, mas possuindo por vezes questões que guardam similaridades: o fato de serem investidores institucionais do mercado, com interesses próprios e específicos daí advindos, o que inviabiliza a cumulação dessas funções com a de gestão de recursos de terceiros, levando a regulação ao impedimento dessa cumulação, ainda que segregada.

60. Aliás, curioso notar nesse ponto em especial que, ao tentar distinguir a atuação da resseguradora controladora da asset, o recurso interpõe diversas circunstâncias que, de igual monta, também são perseguidas pelas instituições financeiras, a saber e repetir, (1) o fato de gerir recursos de terceiros (circunstância que todas as instituições financeiras também apresentam), (2) segue regras abrangentes de transparência e (3) possui robustos controles internos. Mas, veja-se, nenhuma delas está isenta da regra de segregação aqui discutida. E veja que o próprio recurso, nesse mister, confessa que naquele caso o conflito seria "intratável", sem conseguir apontar qualquer diferença notável em termos de gestão do conflito que diferencie a recorrente delas.

61. Repete-se, não se questiona aqui o plano de reestruturação elaborado e implementado pelo IRB RE ao constituir o IRB ASSET. Esse plano, por natural, não foi objeto de nossa análise e julgamento. Entretanto, é pouco crível a tese de que a constituição de uma subsidiária integral da controladora, com a criação de um novo CNPJ, bastaria para afastar a necessidade de tratamento do conflito de interesses emergente, refletido na estruturação de uma gestora que tem por razão de existir atender um interesse econômico de grupo a que pertence. Ou seja, mesmo assumindo que o IRB ASSET atue de forma independente, conforme alegado, é certo e inevitável ao menos um forte alinhamento de interesses da Asset com o grupo de que faz parte, e a resseguradora cotista de seus fundos, em especial.

62. Não custa refutar esse argumento do interesse econômico de evitar os custos associados ao investimento em fundos de terceiros (dado o pagamento de taxas aos prestadores de serviço envolvidos), pois carece de sentido e se mostra contraditório com o objetivo alegado pelo próprio recorrente de manutenção de uma equipe preparada, técnica, independente e estruturada. Algo que, claro, custa caro estruturar e manter, e proporcionalmente mais ainda se comparado com os custos arcados por outros participantes de mercado que gozam de maior escala e tempo de atuação.

63. Nesse contexto particular, alegar que tamanho conflito de ordem institucional possa ser comparado ao caso tratado no item 2.8 do Ofício-Circular/CVM/SIN/Nº 5/2014 figura não apenas inadequado e superficial, mas falso no conceito. Naquela manifestação da área técnica o que se verifica é uma hipótese de mitigação de conflito de interesse adotada por certas gestoras, com o estabelecimento de

regras mais restritivas de investimento pelos funcionários e colaboradores mediante a imposição de que sejam feitos exclusivamente nos próprios produtos (em geral, fundos) da gestora, alçando tais investimentos, inclusive, a um nível maior de controle e supervisão pelo compliance da gestora. O que fica reforçado num contexto regulatório segundo o qual tais funcionários, inclusive, estão impedidos de exercer direitos de voto em assembleias, como visto no artigo 76 da Instrução CVM 555 ou no artigo 24 da Instrução CVM 472, conforme citados neste memorando.

64. Já aqui, não há alinhamento algum entre os fundos de sua controladora em relação aos demais recursos, até porque eles não se misturam tampouco coinvestem. Na verdade, como já foi defendido, é situação bastante distante de uma tentativa de melhor controlar a alinhar a conduta de funcionários da gestora: trata o caso de um desafio ao melhor cumprimento institucional da missão da gestora enquanto prestadora de um serviço fiduciário, posto que eivada da tentação de se alinhar com os interesses de seu patrocinador, sempre que se mostrarem conflitantes com os interesses de quaisquer de seus demais clientes.

65. Por fim, quanto ao argumento de que outras seguradoras no país (notadamente a Sul América Seguros e a Porto Seguro Vida e Previdência) também possuiriam gestoras no âmbito de seu grupo econômico e, por isso, atuariam de forma semelhante à da recorrente, mais uma vez o que se percebe aqui é apenas uma conclusão precipitada. De fato ambas as empresas possuem dentro de seu grupo econômico gestoras autorizadas a fazer gestão de recursos de terceiros. No entanto, como os dois grupos possuem cadastro nos termos da Deliberação CVM nº 764, na partida já não seria possível equipará-las à situação do recorrente, que inclusive se nega a obter tal cadastro como medida de saneamento elegível.

66. Dessa forma, considerando a argumentação apresentada neste Recurso, esta área técnica entende não ser cabível reformar seu entendimento anterior, que determinou a transferência de gestão dos fundos exclusivos pertencentes à IRB RE, ora sob gestão do IRB ASSET. Admitida, de toda forma, que qualquer das demais alternativas citadas no item 46 deste memorando seja adotada, se for da preferência da recorrente.

#### **D) CONCLUSÃO**

67. Em razão do exposto, sugere-se a manutenção da decisão da área técnica ora recorrida e a submissão do presente recurso à apreciação do Colegiado, com proposta de relatoria por parte desta SIN/GAIN.

Atenciosamente,

DANIEL WALTER MAEDA BERNARDO

Superintendente de Relações com Investidores Institucionais - SIN



Documento assinado eletronicamente por **Daniel Walter Maeda Bernardo, Superintendente**, em 08/09/2020, às 13:27, com fundamento no art. 6º, § 1º, do Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015.

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 **1093369** e o código CRC **A5DE5D90**.

*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" **1093369** and the "Código CRC" **A5DE5D90**.*

---