



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

TERMO DE RETIFICAÇÃO

Ofício Interno nº 10/2022/CVM/SIN/GIFI

Rio de Janeiro, 25 de janeiro de 2022.

De: SIN/GIFI

Para: SGE

Assunto: XP Selection Alternativo Global FIP Multiestratégia IE - XP Allocation Asset Management Ltda. - Solicitação de dispensa do art. 12 da Instrução CVM 578 - Processo CVM nº 19957.009014/2021-51

Senhor Superintendente Geral,

1. Referimo-nos ao pedido de registro do XP Selection Alternativo Global Fundo de Investimento em Participações Multiestratégia - Investimento no Exterior ("Fundo"), conforme formulado pela gestora de sua carteira, a XP Allocation Asset Management Ltda. ("Gestora" ou "Requerente"), com pleito de dispensa da regra constante do art. 12 da Instrução CVM nº 578/2016 ("Instrução CVM 578"), a fim de que o Fundo possa investir até 100% de sua carteira em ativos no exterior, mesmo sendo destinado a investidores qualificados (Doc. 1430143).

2. A propósito, assim prevê o dispositivo objeto de pedido de dispensa:

Art. 12. O FIP pode investir até 20% (vinte por cento) de seu capital subscrito em ativos no exterior, desde que tais ativos possuam a mesma natureza econômica dos ativos referidos no art. 5º.

3. Ademais, destaca-se constar no presente pleito que ele seja tratado sob confidencialidade. São os termos usados pela própria Requerente, em sua petição (Doc. 1430143), item 59:

59. (...) levando em consideração as inovações e particularidades do Pedido vistas acima, a Gestora solicita gentilmente que o presente Pedido seja analisado estritamente em caráter confidencial (...).

4. Antes de prosseguirmos com a descrição do caso, vale esclarecer que a petição e a minuta de regulamento do Fundo sobre as quais nos baseamos para a elaboração deste ofício-interno são suas respectivas versões alteradas (Docs. 1430143 e 1430204, respectivamente), conforme apresentadas em resposta à nossa solicitação de esclarecimentos sobre alguns pontos (Doc. 1427058) observados nas respectivas versões originais desses mesmos documentos (petição e minuta de regulamento iniciais) (Docs. 1380653 e 1380655, respectivamente).

I. CARACTERÍSTICAS DO FUNDO

5. Nos termos de seu regulamento (Doc. 1430204), o Fundo é administrado por XP Investimentos CCTVM S.A. ("Administradora") e, como já mencionado, tem sua carteira gerida por XP Allocation Asset Management Ltda.

6. Suas cotas são destinadas a investidores qualificados, característica essa central para a discussão doravante exposta, já que, como visto, o pedido de dispensa se baseia nessa particularidade.

7. O Fundo prevê a existência de classes de cotas que apresentam diferentes características e direitos, bem como condições de emissão, distribuição, subscrição, integralização, remuneração, amortização e resgate, conforme descritas no Capítulo XVI do regulamento do Fundo e em seus respectivos suplementos posteriores. Não se adentrará nas características dessas classes neste caso, por não importar à avaliação do mérito dos pedidos efetuados.

8. O Fundo terá prazo de duração de 10 anos, contado da data de seu início, podendo ser prorrogado por 2 períodos consecutivos e adicionais de 1 ano cada, mediante recomendação da Gestora e deliberação em assembleia geral.

9. Buscará investir até 100% de seu capital subscrito em fundos no exterior, observando necessariamente os seguintes critérios:

(i) aplicação de seus recursos em, no mínimo, 7 fundos no exterior;

(ii) limite máximo de aplicação de 15% de seu capital subscrito em um único fundo no exterior individualmente;

(iii) no mínimo 80% da carteira do Fundo deverá ser investida em fundos no exterior, cuja gestão seja realizada por gestores e/ou demais prestadores de serviços constituídos em jurisdições selecionadas, como será detalhado adiante. Já os 20% da carteira do Fundo restantes não é mencionado no regulamento do Fundo. Em resposta à nossa solicitação de esclarecimento, a Requerente esclareceu (Doc. 1430101) que tal parcela será investida em fundos constituídos na Ásia, conforme também especificado adiante;

(iv) a aplicação em cada fundo no exterior dependerá de a Gestora constatar que os respectivos gestores dos fundos investidos possuem histórico de investimento (*track record*) e expertise compatível com a política de investimento do Fundo, bem como que administram carteiras (*assets under management*) em montante igual ou superior a USD 500.000.000,00 na data do investimento a ser realizado;

(v) quanto ao regime informacional, vale destacar que "a Administradora disponibilizará à CVM trimestralmente, no prazo de até 15 (quinze) dias após o encerramento de cada trimestre civil, o informe de composição e diversificação das aplicações do Fundo ("Informe CDA") ou, caso não seja possível em razão de questões operacionais e/ou de sistema da CVM, outro documento que contenha, no mínimo, as informações constantes do Informe CDA com relação ao Fundo"; e

(vi) quanto à *valuation*, o consultante propõe que "a carteira do Fundo será reavaliada semestralmente para fins de atualização e disponibilização das informações necessárias no Sistema de Envio de Documentos disponível na página da CVM".

II. ALEGAÇÕES DA REQUERENTE

10. Visando ao sucesso de seu pleito, a Requerente alega que, em função da constante "evolução do mercado", desde a edição da Instrução CVM 578,

refletida no crescimento da indústria brasileira de fundos de investimento (com montante de aproximadamente R\$ 6,8 trilhões, em outubro de 2021, segundo os dados da ANBIMA), o momento presente se mostraria oportuno para a formulação do pleito.

11. Sobre esse ponto, acrescenta menção às discussões constantes do Edital de Audiência Pública SDM nº 08/20 (“Edital SDM 08/20”), atualmente em curso na CVM, que trata, dentre outros temas, da possibilidade de os atuais fundos de investimento regulamentados pela Instrução CVM nº 555 (“Fundos 555”), mesmo destinados ao público em geral, virem a aplicar até 100% de seu PL em ativos financeiros no exterior, mediante, por certo, a observância de alguns requisitos adicionais aplicáveis, quando comparados aos hoje existentes para os fundos destinados a investidores qualificados que investem 100% no exterior.

12. Aponta que tal alteração de regra para os Fundos 555 está em linha com as alterações advindas da Resolução CVM nº 3, que alterou a Instrução CVM nº 332 (de BDR), flexibilizando o acesso do investidor comum (“de varejo”) a ativos no exterior, mediante a possibilidade de aplicação de seus recursos em BDR Nível I.

13. Nesse sentido, a Requerente destaca ainda a seguinte redação, constante do Edital de Audiência Pública SDM nº 08/19, que resultou na Resolução CVM nº 3/2020:

(...) por meio da regulamentação sugerida, a CVM pretende conferir maior flexibilidade a investimentos por meio de BDRs, para que investidores brasileiros possam diversificar seus portfólios, adicionando ativos com fatores de risco menos relacionados ao mercado local.

14. Assim, acrescenta que:

Nesse sentido, se esta D. CVM está flexibilizando determinados produtos para os investidores de varejo, é possível assumir que os investidores qualificados, que se presumem, pela própria regulamentação em vigor, mais sofisticados que os de varejo, também possam gozar das mesmas flexibilizações que estão sendo discutidas atualmente. Referidas flexibilizações, além de trazerem uma importante inovação para a indústria, permitem que um número relevante de investidores tenha acesso a oportunidades de investimentos, inclusive no exterior, que hoje estão disponíveis apenas para um grupo muito restrito e específico de investidores.

15. Em seu entendimento, essa tendência vem ganhando “cada vez mais força”, e para exemplificar, aponta estudo realizado pela ASA, divulgado em julho de 2021, sobre os atributos e as preferências do investidor de varejo, e cujas conclusões, dentre outras, foi a de que 78% dos investidores entrevistados alegaram ter algum conhecimento sobre o mercado de *private equity*, sendo que, desse número, 47% alegaram ter um alto interesse em investir em produtos de *private equity*. Em seu entendimento, isso demonstraria um evidente interesse da população brasileira pela flexibilização das regras vigentes para produtos de *private equity* e *venture capital*, como os FIP.

16. Nesses termos, a Requerente “acredita que o Fundo oferece um grande diferencial quando comparado aos FIP tradicionais”, por investir predominantemente em cotas de outros FIP (“FOF”) e introduzir o conceito de “*one-stop-shop*”, que possibilita ao investidor o acesso a essa classe de ativo, mas com “uma opção completa de investimento em *private equity* e *venture capital*, através de um portfólio diversificado de gestores e ativos, reduzindo, assim, o risco do investimento”.

17. Prosseguindo com dados de evolução do mercado no mundo, alega que, nos

últimos 10 anos, o segmento global de *private equity* e *venture capital* quase triplicou de tamanho, passando de US\$ 1,4 trilhão de ativos sob gestão, em 2010, para aproximadamente US\$ 4,0 trilhões, em 2020, um crescimento 40% superior ao do mercado de ações global no mesmo período.

18. Acrescenta que a indústria de *private equity* e *venture capital* é concentrada principalmente em mercados maduros (os quais seriam o principal foco do Fundo), sendo que a América do Norte e Europa representam cerca de 70% dos ativos sob gestão, e que, como consequência dessa trajetória, muitos dos maiores e mais experientes gestores têm origem nessas regiões (EUA e Europa), contando com equipes de elevada qualidade e notório *track record* com, por vezes, centenas de investimentos e alcance global.

19. Nesse ponto, a Requerente enfatiza que o Fundo ora proposto seria uma oportunidade de "democratizar o acesso a gestoras do mais elevado calibre, juntamente com os maiores e mais sofisticados investidores globais", viabilizando seu acesso ao investidor qualificado brasileiro.

20. Ademais, destaca as seguintes características a serem observadas pelo Fundo:

(i) será objeto do que chamou de "gestão especializada (*track record*)", ou, em suas palavras:

Em linha com requisitos já conhecidos e aplicados no mercado para alguns tipos de investidores institucionais, a Gestora está sugerindo que os gestores e/ou demais prestadores de serviços dos fundos no exterior, conforme o caso, tenham track record e know-how compatível com a política de investimento do Fundo;

(ii) será objeto de gestão por parte de uma equipe que possui vasta experiência no mercado de *private equity* e *venture capital*, e realizará extensa diligência em todas as oportunidades de investimentos do Fundo, em linha com "os procedimentos já realizados no XP Selection Alternativo FIP como parte do seu processo de investimento".

Para melhor esclarecimento, o XP Selection Alternativo FIP ("XP Selection") mencionado acima é um fundo já gerido pela Requerente, que investe em cotas de FIP e teve suas cotas subscritas predominantemente por pessoas físicas. Ainda, informam que o fundo foi "lançado no início de 2021"; foi pioneiro no segmento de *fund of funds* de *private equity* e *venture capital* do Brasil, e foi destinado a mais de 10 mil investidores qualificados pessoas físicas (mais de 92% de participação no fundo); e captou R\$1.2 bilhão de reais em oferta regida pela Instrução CVM nº 400. Assim, complementam que:

De modo semelhante ao Fundo (o qual investirá em Fundos no Exterior...), o XP Selection tem como foco investir em cotas de FIP que, por sua vez, investem em companhias de capital fechado de diferentes estágios e estratégias...

A Gestora ressalta que, diferente do pleito para o Fundo objeto do presente Pedido, o XP Selection possui como política investir até 20% do seu capital subscrito em cotas de FIP que tenham em sua denominação o sufixo "Investimento no Exterior" e/ou, ainda, direta ou indiretamente, ativos no exterior, conforme estabelece a Instrução CVM 578.

(iii) seu público alvo e valor (ticket) mínimo por investidor será de investidor qualificado, com valor de investimento mínimo de R\$ 50 mil. Nesse ponto, a Requerente alega que, apesar de haver estudo na CVM, por meio da ASA, sobre a futura flexibilização de FIP para o público de varejo, o Fundo será destinado, conforme dispõe a Instrução CVM 578, a investidores qualificados que, por pressuposto, possuem maior conhecimento e capacidade financeira quando comparados aos investidores de varejo, com valor de investimento mínimo de R\$

50.000,00 por investidor, a fim de buscar um nível ainda maior de sofisticação para o seu público alvo;

(iv) a captação inicial do Fundo será feita exclusivamente por meio de uma oferta pública realizada nos termos da Instrução CVM 400, assim, sujeita à análise prévia e ao registro da CVM. Nesse sentido, a Requerente alega ainda que serão incluídas, na documentação da oferta do Fundo, além dos *disclaimers* padrões aplicáveis às ofertas públicas, informações adicionais com o objetivo de conscientizar os investidores, de maneira clara e detalhada, sobre todas as inovações deste tipo de investimento e, ainda, os riscos intrínsecos ao objetivo do Fundo (isto é, a possibilidade de investir até 100% do capital subscrito em fundos no exterior), possibilitando que os potenciais investidores mensurem as complexidades específicas do Fundo vis-à-vis o seu conhecimento e capacidade financeira;

(v) o Fundo obedecerá às seguintes regras de limite de concentração em fundos no exterior: (1) alocação em ao menos 7 fundos no exterior, (2) os fundos investidos deverão manter carteira diversificada de, em geral, cerca de 20 empresas, e (3) limite máximo de alocação de 15% de seus recursos em um único fundo no exterior;

(vi) o Fundo concentrará, no mínimo, 80% do conjunto de ativos integrantes de sua carteira em fundos no exterior cuja gestão seja realizada por gestores localizados em "jurisdições de primeira linha", como EUA, Canadá, Reino Unido e países que compõem a União Europeia. Dessa forma, a carteira de ativos do Fundo será composta, majoritariamente, por gestores localizados em jurisdições que (a) contam com grande supervisão de reguladores em sua jurisdição de origem; e (b) tenham celebrado acordos bilaterais ou memorandos de entendimento com a CVM, evitando, assim, o investimento em gestores que não sejam devidamente supervisionados e/ou regulados em sua respectiva jurisdição. Os 20% restantes serão investidos em fundos de gestores constituídos/regulados na Ásia.

(vii) o Fundo somente realizará investimentos em fundos no exterior que sejam geridos por gestores maduros, que administrem carteiras (*assets under management*) em montante igual ou superior a USD 500 milhões na data dos respectivos investimentos;

(viii) a Requerente poderá ainda, sem prejuízo do que já fora mencionado acima, estabelecer outros requisitos e mecanismos que proporcionem camadas adicionais de proteção aos investidores (a exemplo da criação de classes distintas de cotas com mecanismos de chamada de capital, que levem em conta o poder econômico de cada tipo de investidor);

(ix) sobre informações periódicas e *valuation*, a administradora do Fundo se compromete a disponibilizar à CVM trimestralmente, no prazo de até 15 dias após o encerramento de cada trimestre civil, informe de composição e diversificação das aplicações ("Informe CDA"). Ainda, a carteira do Fundo será reavaliada semestralmente para fins de atualização e disponibilização das informações necessárias no Sistema de Envio de Documentos disponível na página da CVM (o *valuation* semestral adicional em relação ao exigido pela regulação não seria objeto de auditoria no momento de sua elaboração); e

(x) por fim, a Requerente ressalta que em eventual possibilidade futura de o Fundo vir a destinar parcela ou a totalidade de seu capital subscrito para realizar investimentos em ativos locais, em observância ao que preceitua a IN CVM 578, as regras supramencionadas, adotadas para fins de sucesso do presente pleito, poderão deixar de ser observadas, até porque tais investimentos se realizariam já sob as condições previstas pela IN CVM 578 e demais regulamentações aplicáveis.

21. A Requerente foi questionada, ainda, sobre a possibilidade se utilizar de outro

veículo para alcançar o objetivo pretendido, nos termos descritos neste ofício-interno, ou seja, um fundo de investimento destinado exclusivamente a investidores qualificados, que possa investir até 100% de sua carteira em cotas de fundos de *private equity* no exterior, como, por exemplo, um FIC-FIM destinado exclusivamente para investidores qualificados, nos termos do § 1º do art. 101 c/c § 8º do art. 119, ambos da Instrução CVM 555, dispositivos esses sobre os quais falaremos em mais detalhes na seção "III. Nossas Considerações" abaixo.

22. Em resposta (Doc. 1436993), alegou não considerar um fundo multimercado como "o veículo mais apropriado para esse tipo de investimento, uma vez que a XP pretende vender exposição a *private equity* (e não ativos financeiros que atendem ao disposto na Instrução CVM 555)". E acrescentou:

Os fundos regulados pela Instrução CVM 555, por sua própria natureza, possuem como objetivo o investimento em ativos financeiros especificados no art. 2º da Instrução CVM 555 (e.g. títulos de dívida pública, derivativos, ações, debêntures, bônus de subscrição e demais valores mobiliários, dentre outros). Apesar de a Instrução CVM 555 permitir o investimento desses fundos em ativos no exterior, a regra é cediça no sentido de que esses ativos precisam ter a mesma natureza econômica dos ativos financeiros no Brasil e atenderem a determinados requisitos (como é o caso, por exemplo, da necessidade de registro do ativo em sistema de registro, objeto de custódia ou depósito central ou, ainda, do Anexo 101 para fundos qualificados que pretendem investir até 100% no exterior) - requisitos esses que não necessariamente são atendidos por ativos de private equity.

No Brasil, investimentos em private equity são feitos predominantemente através de Fundos de Investimento em Participações, ou seja, com base nas disposições da Instrução CVM 578 que, além de ser uma das mais modernas regras de nosso arcabouço regulatório de Fundos de Investimento, endereça preocupações inerentes a esse tipo de investimento, como é o caso, por exemplo, da necessidade de o fundo ser fechado, possibilidade de chamada de capital dos cotistas, cálculo de performance condizente com a curva "J", regras de governança e ingerência nas investidas, dentre outras - todas indispensáveis para investimentos dessa natureza. Dessa forma, entendemos que o veículo mais apropriado para o fundo em questão é o Fundos de Investimento em Participações, não só pela natureza do investimento (private equity) e arcabouço regulatório aplicável, mas também pela transparência ao investidor com relação a exposição do fundo e preocupações a ele inerentes (que são muito diferentes dos fundos líquidos regulados pela Instrução CVM 555).

III. NOSSAS CONSIDERAÇÕES

23. Preliminarmente, defendemos o indeferimento ao pedido formulado de tratamento confidencial ao presente pedido de dispensa, uma vez que não vislumbramos hipótese legal que permita fundamentar a concessão do tratamento requerido a pedidos dessa natureza. Até, pelo contrário, entendemos que a divulgação dos termos aqui discutidos é conveniente para a CVM e para o mercado por ela regulado, servindo de referência de entendimento, tanto desta área técnica quanto do Colegiado da CVM, sobre tema de notada relevância, a saber, o investimento no exterior pelos fundos de investimento regulados pela CVM.

24. No mérito, destacamos o ineditismo do tema tratado no presente caso dentre os demais já submetidos ao Colegiado da CVM por parte desta área técnica, mesmo envolvendo fundos de investimento em participações. Vale destacar,

ainda, que o pleito se refere a um FIP Multiestratégia, definido por norma como “aquele que não se classifica nas demais categorias (de FIP) por admitir o investimento em diferentes tipos e portes de sociedades investidas”, nos termos do *caput* art. 18 da Instrução CVM 578.

25. Entretanto, como para qualquer outra categoria de FIP, as cotas do Fundo não podem ser destinadas ao público em geral, senão a investidores qualificados, nos seguintes termos do art. 4º da Instrução CVM 578:

Art. 4º Somente podem investir no fundo investidores qualificados, conforme definido em regulamentação específica.

26. Da mesma forma, aplica-se ao Fundo a regra de limite de investimento no exterior, conforme prevista no art. 12 da Instrução CVM 578, nos seguintes termos:

Art. 12. O FIP pode investir até 20% (vinte por cento) de seu capital subscrito em ativos no exterior, desde que tais ativos possuam a mesma natureza econômica dos ativos referidos no art. 5º.

27. A exceção a essa regra advém do § 2º do art. 18 da Instrução CVM 578, nos seguintes termos:

Art.18 -

(...)

§ 2º O FIP - Multiestratégia destinado exclusivamente a investidores profissionais pode investir até 100% de seu capital subscrito em ativos emitidos ou negociados no exterior, desde que:

I - haja previsão expressa em seu regulamento quanto à possibilidade de investimento em ativos no exterior e o respectivo percentual máximo do capital subscrito que poderá ser alocado;

II - o seu regulamento seja explícito no que se refere à exclusiva participação de investidores profissionais; e

III - utilize o sufixo “Investimento no Exterior” em sua denominação. (grifo nosso)

28. Tal exceção, contudo, não se aplica ao Fundo, uma vez que as cotas de sua emissão serão destinadas a investidores qualificados, e não exclusivamente a investidores profissionais.

29. Ademais, há que se considerar que, pela leitura do pedido, não é exatamente que o produto fique inviabilizado pela não concessão da dispensa, uma vez que ele poderia ser estruturado já na base normativa vigente, desde que direcionado a investidores profissionais. Aqui, na verdade, o que se pretende é a estruturação de um veículo que, segundo os fundamentos da consulta, apresente maior correlação com o contexto normativo atual das possibilidades de estruturação de fundos de investimento no exterior em geral, dado que, de fato, o tema evoluiu em diversas outras frentes ao longo do tempo mas, para os FIP em específico, conta com a redação ainda original da Instrução CVM 578, editada em 2016.

30. Nossa manifestação sobre caso concreto, então, partirá da verificação quanto à existência ou não de prejuízo ao interesse público, ao mercado e aos potenciais investidores, assim como fizemos em caso recente no precedente do Processo nº 19957.006060/2021-06, que tratou da dispensa de requisitos do Equitas Secular FIA, e que contou com decisão do Colegiado da CVM datada de 5/10/2021.

31. No âmbito daquele precedente, havíamos destacado que esse conceito de ausência de prejuízo ao interesse público, ao mercado e aos potenciais investidores já seguia em linha com outra decisão ainda mais antiga do Colegiado da CVM, datada de 20/03/2012 no âmbito do Processo CVM RJ-2011-12448, em

que, nos termos do voto da então Presidente Maria Helena dos Santos Fernandes de Santana, foram concedidas dispensas a determinados requisitos da Instrução CVM nº 356 para o Bertolucci FIDC-NP.

32. Nesse sentido, para o caso concreto analisaremos os seguintes elementos:

- (i) a possibilidade da adoção de soluções alternativas já previstas em regulamentação para o caso concreto; e
- (ii) a identificação da preocupação tratada pelo dispositivo regulamentar que se pretende a dispensa (de novo, o art. 12 da Instrução CVM 578), bem como se tal preocupação foi mitigada no caso concreto de forma adequada e suficiente.

III.1 - Quanto à possibilidade da adoção de soluções alternativas já previstas em regulamentação para o caso concreto:

33. Sobre esse ponto, acompanhamos o entendimento da Requerente de que um FIP é o veículo mais adequado para o alcance do objetivo pretendido com o pleito tratado neste ofício-interno, conforme sua alegação constante dos parágrafos 21 e 22 acima.

34. Em tese, um FIC-FIM, destinado exclusivamente a investidores qualificados, poderia mesmo investir até 100% de sua carteira em cotas de fundos de *private equity* no exterior, nos termos do § 1º do art. 101 c/c § 8º do art. 119, ambos da Instrução CVM 555.

35. Assim dispõem os referidos dispositivos:

Art. 101. Os fundos registrados nos termos da presente Instrução devem observar os seguintes limites de concentração ao aplicar em ativos financeiros no exterior:

I - ilimitado, para:

(...)

§ 1º Os fundos de investimento exclusivamente destinados a investidores qualificados podem aplicar a totalidade dos seus recursos no exterior, desde que:

I - sua política de investimento determine que, no mínimo, 67% (sessenta e sete por cento) de seu patrimônio líquido seja composto por ativos financeiros no exterior;

II - seja observada a classificação de que trata o art. 108;

III - ao aplicar seus recursos em fundos ou veículos de investimento no exterior, o gestor e o administrador, nas suas respectivas esferas de atuação, assegurem-se de que as condições constantes do Anexo 101 foram atendidas;

IV - disponha pormenorizadamente, em seu regulamento, sobre os diferentes ativos que pretende adquirir no exterior, indicando:

a) a região geográfica em que foram emitidos;

b) se a sua gestão é ativa ou passiva;

c) se é permitida compra de cotas de fundos e veículos de investimento no exterior;

d) o risco a que estão sujeitos; e

e) qualquer outra informação que julgue relevante; e

V - incluam o sufixo "Investimento no Exterior" em sua denominação.

§ 2º As aplicações em ativos financeiros no exterior não são cumulativamente consideradas no cálculo dos correspondentes limites de concentração por emissor e por modalidade de ativo financeiro aplicáveis

aos ativos domésticos.

(...)

Art. 119. O fundo de investimento em cotas de fundos de investimento deve manter, no mínimo, 95% (noventa e cinco por cento) de seu patrimônio investido em cotas de fundos de investimento de uma mesma classe, exceto os fundos de investimento em cotas classificados como "Multimercado", que podem investir em cotas de fundos de classes distintas.

(...)

8º O fundo de investimento em cotas classificado como "Multimercado", desde que destinado exclusivamente a investidores qualificados, pode investir em cotas de Fundos de Investimento Imobiliário, em cotas de Fundos de Investimento em Diretos Creditórios, em cotas de Fundos de Investimento em Cotas de Fundos de Investimento em Diretos Creditórios, Fundos Mútuos de Investimento em Empresas Emergentes, Fundos de Investimento em Participações e Fundos de Investimento em Cotas de Fundos de Investimento em Participações, nos limites estabelecidos em seu regulamento.

36. Contudo, é pertinente a alegação da Requerente (parágrafo 22 supra) de que, em resumo, a natureza de um FIP é mais próxima do que a de um FIC-FIM para os ativos pretendidos (cotas de fundos de *private equity*), e que uso desse veículo (o FIP) conferiria mais transparência aos potenciais investidores e ao mercado do que se pretende como investimento. Além disso, o FIP é amparado por regra própria (a Instrução CVM 578) que melhor viabiliza e disciplina a estrutura pretendida, da qual destacamos a possibilidade de chamada de capital, bem como de emissão de diferentes classes de cotas, o que, por sua vez, estão previstas no âmbito do funcionamento Fundo.

37. Por esses motivos, consideramos superada a reflexão sobre a possibilidade da adoção de soluções alternativas já previstas em regulamentação para o caso concreto e, por consequência, da conveniência, aqui caracterizada, de se analisar as dispensas solicitadas como meio de viabilização do produto pretendido.

III.2- Quanto à identificação da preocupação tratada pelo dispositivo regulamentar que se pretende a dispensa (de novo, o art. 12 da Instrução CVM 578), bem como se tal preocupação foi mitigada no caso concreto de forma adequada e suficiente.

38. A possibilidade de um FIP investir em ativos no exterior, tal como previsto no referido dispositivo, veio exatamente com a edição da Instrução CVM 578. Não havia essa possibilidade quando os FIP estavam ao amparo da antiga regulamentação (a Instrução CVM nº 391/2003, revogada pela Instrução CVM 578). Trata-se, portanto, de uma evolução da regra.

39. O tema foi posto em discussão com o mercado, por meio do Edital de Audiência Pública SDM Nº 05/2015 ("Edital SDM 05/2015"), e consta, ainda, do Relatório de Audiência Pública SDM Nº 05/2015 ("Relatório SDM 05/2015"), que serviu de base à edição da Instrução CVM 578 na época.

40. O Edital SDM 05/2015, por sua vez, apresentava as seguintes menções quanto à possibilidade de um FIP vir a investir em ativos no exterior:

3.1. Regras gerais de funcionamento e enquadramento

(...)

Com referência ao enquadramento da carteira a Minuta prevê: (a) a manutenção de, no mínimo, 90% do patrimônio líquido investido nos ativos alvos, semelhante ao que ocorre na Instrução CVM nº 391, de 2003;

(b) a possibilidade de investimento de até 40% do patrimônio líquido do fundo em cotas de outros FIP, sendo tal investimento computado dentro do limite de 90% mencionado no item (a); e (c) a possibilidade do FIP investir até 20% de seu patrimônio líquido em ativos no exterior, desde que tais ativos possuam a mesma natureza econômica dos ativos alvos do FIP.

No contexto de permitir o investimento de 20% do patrimônio líquido do fundo no exterior, o art. 12 da Minuta esclarece que serão considerados como emissores nacionais aqueles que: (a) tenham sede no Brasil e ativos localizados no Brasil que correspondam a 50% ou mais daqueles constantes das suas demonstrações contábeis; ou (b) tenham sede no exterior e ativos localizados no Brasil que correspondam a 90% ou mais daqueles constantes das suas demonstrações contábeis. (grifo nosso); e

3.2.4. FIP - Investimento no Exterior

O objetivo deste FIP é o de possibilitar a alocação de 100% do patrimônio líquido em ativos no exterior que possuam a mesma natureza econômica dos ativos alvos permitidos para os FIP. Diferentemente da regra geral que os FIP são dedicados a investidores qualificados, a CVM propõe que o FIP - Investimento no Exterior seja voltado exclusivamente para investidores profissionais. O FIP - Investimento no Exterior deverá manter o mínimo de 67% investido nesses ativos.

41. Como se vê, a previsão inicial era a de que um FIP comum pudesse investir até 20% de seu patrimônio líquido ("PL") em ativos no exterior. Em função dos debates com o mercado, a regra passou a prever a possibilidade de um FIP comum investir até 20% do seu capital subscrito (e não do PL) em ativos no exterior. O que de fato faz mais sentido, pois é sobre o capital subscrito do fundo, e não sobre o PL, que se desenha toda a estratégia de investimento do gestor refletida no regulamento e, por isso, sobre o qual se pode, com mais propriedade e adequação, estabelecer quaisquer limites de exposição a riscos na regulação.

42. Outro ponto a se observar é que inicialmente se previu uma categoria de FIP denominada "FIP - Investimento no Exterior", que pudesse investir até 100% em ativos no exterior. Com a evolução dos debates, a possibilidade se manteve, mas não sob essa denominação, ficando a possibilidade de investimento de até 100% do capital subscrito de um FIP em ativos no exterior a cargo de um "FIP - Multiestratégia destinado exclusivamente a investidores profissionais", nos termos do § 2º do art. 18 da Instrução CVM 578, já destacado acima.

43. Além do que é dito sobre o tema no Edital SDM 05/2015, o Relatório SDM 05/2015 apresenta registros que nos ajudam a compreender a preocupação tratada pelo art. 12 da Instrução CVM 578.

44. Como se vê do item 3.18. ("Investimento no exterior (art. 12)") do Relatório SDM 05/2015, por exemplo, à época a CVM considerou inadequada a proposta de aumento desse percentual (de 20% para 40%) conforme formulada pela Pátria Investimentos Ltda. ("Pátria"), nos termos do seguinte registro:

3.18. Investimento no exterior (art. 12)

(...)

O Pátria solicita o aumento do limite para investimento no exterior de 20% para 40% do capital comprometido com o argumento de que a Instrução CVM nº 555, de 2014, já permite que fundos destinados a investidores qualificados invistam 40% do seu patrimônio líquido no exterior e que o limite de 20%, nos termos da Instrução CVM nº 555, de 2014, se aplica aos fundos destinados ao varejo.

45. O referido item "3.18. Investimento no exterior (art. 12)" do Relatório SDM 05/2015 mencionou várias sugestões dadas por outros participantes de mercado

sobre a novidade então trazida pelo Edital de Audiência Pública do tema, quanto à possibilidade de um FIP vir a investir em ativos no exterior.

46. Pelas conclusões sobre aquele tema, descritas no item 3.18. do Relatório SDM 05/2015, ficou reiterado que a “métrica para apuração do limite para investimento no exterior foi alterada de 20% sobre o patrimônio líquido para 20% sobre o total do capital subscrito”, também em linha com o citado no item 41 deste ofício-interno, mas com a manutenção do percentual de 20% originalmente apresentado ao mercado pelo Edital SDM 05/2015.

47. Ademais, a CVM deixou claro naquele Relatório SDM 05/2015 os motivos pelos quais entendia, à época, que os FIP não deviam ser tratados de forma idêntica aos fundos regulamentados pela Instrução CVM nº 555 (“Fundos 555”), como se verifica da redação destacada abaixo, que contou ainda com manifestação sobre outro tema: a possibilidade de extinção de limitações para o público alvo dos FIP:

3.2. Público alvo do FIP (art. 4º)

A CVM entende que a sugestão não é pertinente, tendo em vista as particularidades dos ativos que podem ser objeto de investimentos do fundo, reconhecidas pelo próprio participante.

Os FIP possuem ativos com pouca ou nenhuma liquidez e difíceis de serem precificados e a CVM considera que, em comparação com outros fundos de investimento, inclusive fechados, os FIP estão em uma escala mais elevada no que tange à complexidade e ao nível de risco.

A CVM entende, ainda, que o regime informacional da Minuta e da nova Instrução prevê conteúdo e periodicidade de entrega adequados ao perfil dos investidores qualificados aos quais o FIP se destina.

Por fim, a CVM observa que na maioria dos casos o público alvo dos FIP tem sido composto por investidores ainda mais sofisticados, sendo na maior parte formado por investidores profissionais. (grifo nosso)

48. Do que destacamos acima, depreende-se que a preocupação tratada pelo art. 12 da Instrução CVM 578, ao estabelecer como regra geral o limite do investimento de FIP em ativos no exterior para “até 20% (vinte por cento) de seu capital subscrito”, tem como fundamento:

(i) o fato de ser uma evolução da regra que, antes do advento da Instrução CVM 578, vedava investimento de FIP em ativos no exterior, apesar de os Fundos 555 já gozarem dessa possibilidade na época; e

(ii) como melhor explicitado ainda na redação do item 3.2. do Relatório SDM 05/2015, por conta das particularidades dos ativos que podem ser objeto de investimentos do FIP: (a) pouca ou nenhuma liquidez; (b) difíceis de serem precificados; e (c) escala mais elevada no que tange à complexidade e ao nível de risco.

49. Assim, a interpretação da SIN é de que se ponderou ser mais prudente uma abordagem gradual, com limites mais conservadores naquele momento, e evitando uma comparação direta entre FIP e Fundos 555, haja vista que estes últimos, além da maior transparência e liquidez de seus ativos típicos, já estavam experimentando o investimento em ativos no exterior desde 2007, contando já com ampla experiência da área de supervisão sobre a evolução do mercado em tais exposições e estratégias, abrindo espaço para que esses limites fossem maiores.

50. Já quanto à verificação de se a preocupação tratada no art. 12 da Instrução CVM 578 foi mitigada no caso concreto de forma adequada e suficiente, vale observar o conjunto de providências e características descritas nas seções “I. Características do Fundo” e “II. Alegações da Requerente” para o Fundo, bem

como os compromissos assumidos pela Requerente (gestora do Fundo), cujo cumprimento será ainda, destaca-se, objeto de verificação por parte da administradora do Fundo, em cumprimento ao seu dever de diligência de que trata o art. 92 da Instrução CVM 555, nos seguintes termos:

Art. 92. O administrador e o gestor, nas suas respectivas esferas de atuação, estão obrigados a adotar as seguintes normas de conduta:

I - exercer suas atividades buscando sempre as melhores condições para o fundo, empregando o cuidado e a diligência que todo homem ativo e probo costuma dispensar à administração de seus próprios negócios, atuando com lealdade em relação aos interesses dos cotistas e do fundo, evitando práticas que possam ferir a relação fiduciária com eles mantida, e respondendo por quaisquer infrações ou irregularidades que venham a ser cometidas sob sua administração ou gestão;

51. Nesse sentido, entendemos que tal conjunto de providências e características a ser observado pelo Fundo, pela sua administradora e pela sua gestora mitiga de forma adequada e suficiente a preocupação do dispositivo (o art. 12 da Instrução CVM 578) do qual se pede dispensa neste caso, sobretudo se considerarmos que os potenciais cotistas serão necessariamente investidores qualificados, e não o público em geral, e, assim, concluímos que, s.m.j., o caso concreto não apresenta prejuízo ao interesse público, ao mercado e aos potenciais investidores.

52. Há que se considerar nosso entendimento de que o compromisso dos consultantes de que o *valuation* da carteira seja realizado em bases semestrais e a divulgação da carteira ocorra em bases trimestrais mitiga de forma substancial o risco, mencionado no Relatório SDM 05/2015, de que "os FIP estão em uma escala mais elevada no que tange à complexidade e ao nível de risco", com ativos de pouca ou nenhuma liquidez e difícil precificação.

53. Não é dizer, claro, que esse regime informacional mais intenso (consubstanciado na maior frequência de cálculo do valor justo e da divulgação da carteira) possa equiparar os ativos investidos àqueles típicos de Fundos 555, mas é inegável reconhecer que tais fundos no exterior apresentam um nível mínimo de informações e transparência que viabilizam, inclusive, que o FIP investidor nacional ofereça mais informações até mesmo se comparado a um FIP convencional local para investidores qualificados, legitimando o produto, nessa perspectiva, a também acessar esse público.

54. Ademais, os requisitos de diversificação diretos e indiretos do investimento, levando o Fundo na prática a um risco de exposição diluído a mais de 100 companhias investidas (segundo estimativas da própria Requerente), oferecem um balanceamento do portfólio bastante diferenciado e desejável para o produto, assumindo, mais uma vez, que se trata de produto de fato mais complexo e de riscos gerais mais elevados que outros tipos de fundos.

55. Por fim, a seleção das jurisdições elegíveis ao investimento, em particular para o componente dos 80% mínimos, parece bem criteriosa ao direcionar uma das maiores preocupações no tema do investimento no exterior por parte desta área técnica: a de que a exposição do fundo local ocorra a jurisdições que ofereçam riscos que não estejam relacionados aos riscos de negócio das investidas propriamente ditas, mas sim a uma plataforma regulatória mais incipiente ou uma estrutura de supervisão deficiente, que poderiam impor um cenário desafiador ao Fundo em casos de problemas de conformidade. Assim, se for entendido como conveniente iniciar um exercício de flexibilização da possibilidade de FIP investindo no exterior, tanto mais confortável nos parece que seja em direção a jurisdições mais consolidadas em termos de regulação e supervisão do mercado de capitais, no geral, e do segmento de *private equity*, no particular.

56. Nesse contexto é que, passados quase seis anos da edição da Instrução CVM 578, entendemos que o presente caso, da forma em que se apresenta, não parece ofender o interesse público, e parece um passo no sentido de se estudar e entender a oportunidade de eventuais flexibilizações que levem os FIP a reduzir o descasamento das permissões ao investimento no exterior previstas em sua regulação, quando comparadas com as vistas em outros tipos de fundos (em especial, os Fundos 555).

57. Assim, não vemos óbice ao acolhimento do pleito em tela, de modo que o XP Selection Alternativo Global Fundo de Investimento em Participações Multiestratégia - Investimento no Exterior seja dispensado da regra constante do art. 12 da Instrução CVM 578, a fim de que possa investir até 100% de sua carteira em ativos no exterior, embora destinado a investidores qualificados.

IV. CONCLUSÃO:

58. Por todo o exposto, de início defendemos o indeferimento ao pedido de concessão de tratamento confidencial à consulta formulada. Ademais, somos favoráveis à concessão da dispensa ao art. 12 da Instrução CVM 578, nos termos do presente pleito, a fim de que o XP Selection Alternativo Global FIP Multiestratégia - IE possa investir até 100% de sua carteira em ativos no exterior, mesmo sendo destinado a investidores qualificados, desde que as seguintes providências e as características descritas neste ofício-interno sejam estritamente observadas:

- (i) que o Fundo aplique seus recursos em, no mínimo, 7 fundos no exterior;
- (ii) que o limite máximo de aplicação em um único fundo no exterior seja de 15% de seu capital subscrito;
- (iii) que os fundos elegíveis no exterior invistam em diversas empresas (em geral cerca de 20 empresas por fundo no exterior);
- (iv) que no mínimo 80% da carteira do Fundo seja investido em fundos no exterior, cuja gestão seja realizada por gestores e/ou demais prestadores de serviços constituídos: (a) nos EUA; (b) no Canadá; (c) no Reino Unido; e/ou (d) em países da Europa que sejam integrantes da União Europeia;
- (v) que a aplicação em cada fundo no exterior dependa de a Gestora constatar que os respectivos gestores dos fundos investidos possuem histórico de investimento (*track record*) e expertise compatível com a política de investimento do Fundo, bem como que administrem carteiras (*assets under management*) em montante igual ou superior a USD 500.000.000,00 na data do investimento a ser realizado;
- (vi) quanto ao regime informacional, que a Administradora disponibilize à CVM trimestralmente, no prazo de até 15 (quinze) dias após o encerramento de cada trimestre civil, o informe de composição e diversificação das aplicações do Fundo ("Informe CDA") ou, caso não seja possível em razão de questões operacionais e/ou de sistema da CVM, outro documento que contenha, no mínimo, as informações constantes do Informe CDA com relação ao Fundo;
- (vii) quanto à *valuation*, que a carteira do Fundo seja reavaliada semestralmente para fins de atualização e disponibilização das informações necessárias no Sistema de Envio de Documentos disponível na página da CVM; e
- (viii) que a captação inicial do Fundo seja feita exclusivamente por meio de uma oferta pública realizada nos termos da Instrução CVM 400, assim, sujeita à análise prévia e ao registro da CVM, cuja documentação da oferta

do Fundo conte, além dos *disclaimers* padrões aplicáveis às ofertas públicas, com informações adicionais com o objetivo de conscientizar os investidores, de maneira clara e detalhada, sobre todas as inovações deste tipo de investimento e, ainda, os riscos intrínsecos ao objetivo do Fundo (isto é, a possibilidade de investir até 100% do capital subscrito em fundos no exterior), possibilitando que os potenciais investidores mensurem as complexidades específicas do Fundo vis-à-vis o seu conhecimento e capacidade financeira.

59. Ademais, encaminhamos este processo com proposta de submissão ao Colegiado da CVM, para superior apreciação do pedido de tratamento confidencial à consulta, assim como, da dispensa formulada ao disposto no artigo 12 da Instrução CVM 578, com sugestão, por parte da SIN, de indeferimento ao primeiro pedido e aprovação do segundo. Propomos, ainda, que sua relatoria seja conduzida por esta SIN/GIFI.

Atenciosamente,

DANIEL WALTER MAEDA BERNARDO

Superintendente de Supervisão de Investidores Institucionais



Documento assinado eletronicamente por **Daniel Walter Maeda Bernardo, Superintendente**, em 22/02/2022, às 11:55, com fundamento no art. 6º 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, informando o código verificador **1447568** e o código CRC **B2424E4F**.

*This document's authenticity can be verified by accessing https://sei.cvm.gov.br/conferir_autenticidade, and typing the "Código Verificador" **1447568** and the "Código CRC" **B2424E4F**.*