

OF. DIR. 012/20

São Paulo, 03 de março de 2020

Ao senhor
Daniel Walter Maeda Bernardo
Superintendente de Relações com Investidores Institucionais (SIN)
Comissão de Valores Mobiliários (CVM)

Ref.: Consulta sobre proposta de aprimoramento regulatório.

Prezado Senhor,

A ANBIMA (Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais), na qualidade de representante das instituições que atuam no mercado financeiro e de capitais, gostaria primeiramente de agradecer à CVM pela disponibilidade em discutir aprimoramentos regulatórios no que tange à figura do distribuidor em fundos de investimento que recebem alocação por meio de outro fundo de investimento.

Consideramos oportuna a discussão, na medida em que entendemos que a CVM vem estabelecendo, nos últimos anos, uma linha divisória entre as responsabilidades dos seus agentes, aprimorando o arcabouço regulatório para o desempenho de cada atividade regulamentada. Os avanços trazidos pela Instrução CVM nº 558 (“ICVM 558”) devem ser ressaltados, sobretudo em relação às regras de conduta, governança e controles internos dos participantes do mercado, assim como à possibilidade do administrador de carteiras atuar na distribuição das cotas de fundos de investimento de que seja administrador ou gestor.

A presente discussão também se comunica diretamente com o Projeto Estratégico de Redução do Custo de Observância, que resultou na proposta de alteração de 14 instruções e revogação de outras 4, conforme publicado em 10 de outubro de 2018. Uma resposta positiva desta autarquia em relação ao pleito ora apresentado terá impacto direto nos custos de observância dos agentes do mercado, como se poderá ver a seguir.

Neste contexto, a ANBIMA vem respeitosamente à presença desta D. Autarquia requerer vossa manifestação acerca da consulta ora proposta, que se refere à possibilidade de realização de alocação de recursos de fundo de investimento (“Fundo Investidor”) em cotas de outro fundo de investimento constituído sob a forma de condomínio aberto (“Fundo Investido”), sem a necessidade da intervenção de instituição integrante do sistema de distribuição de valores mobiliários para figurar como distribuidor das cotas do Fundo Investido ao Fundo Investidor.



1. Introdução

A indústria de fundos de investimento vem ao longo dos anos confirmando sua posição como uma das mais relevantes indústrias internacionais, com um universo de 19.478 fundos e mais de R\$ 5,5 trilhões de ativos sob gestão, conforme dados de janeiro/2020 da ANBIMA¹.

A modernização e o aprimoramento das regras de constituição, administração, funcionamento e divulgação de informações dos fundos de investimento trazidos pela Instrução CVM nº 555 (“ICVM 555”), bem como das regras sobre o exercício profissional de administração de carteira de valores mobiliários disposto na ICVM 558, entre outros, constituem iniciativas fundamentais para o crescimento da indústria brasileira de fundos de investimento.

Neste processo de evolução, além do crescimento dos recursos sob gestão e do número de fundos, destacamos que, segundo informações da ANBIMA, o número de gestores de recursos aderentes ao Código ANBIMA de Regulação e Melhores Práticas para Administração de Recursos de Terceiros saltou de 234, em dezembro de 2006, para atuais 664, sendo 192 dessas instituições autorizadas como distribuidores de seus próprios fundos, nos termos da ICVM 558 – a possibilidade de o gestor distribuir seus próprios fundos foi um grande avanço conquistado pelo mercado.

Como representante da indústria brasileira de fundos e entidade autorreguladora, a ANBIMA trabalha em algumas frentes visando, entre outros aspectos, aprimorar a regulamentação; aperfeiçoar a definição dos papéis de cada um dos agentes que atuam no segmento; simplificar processos e perseguir a redução dos custos de observância.

Com base nestas premissas, entendemos que um passo adicional para contínua evolução da indústria de fundos refere-se à possibilidade da CVM dispensar a figura de um distribuidor na aquisição de cotas de Fundo Investido por um Fundo Investidor. Detalharemos, ao longo deste documento, a situação em questão bem como a devida argumentação para que a proposta seja avaliada por esta autarquia

2. Do objeto da consulta

Conforme anteriormente mencionado, a presente consulta visa solicitar dispensa, por parte desta autarquia, da intermediação de um distribuidor na aquisição de cotas de Fundo Investido por um Fundo Investidor.

¹ http://www.anbima.com.br/pt_br/informar/estatisticas/fundos-de-investimento/fi-consolidado-historico.htm

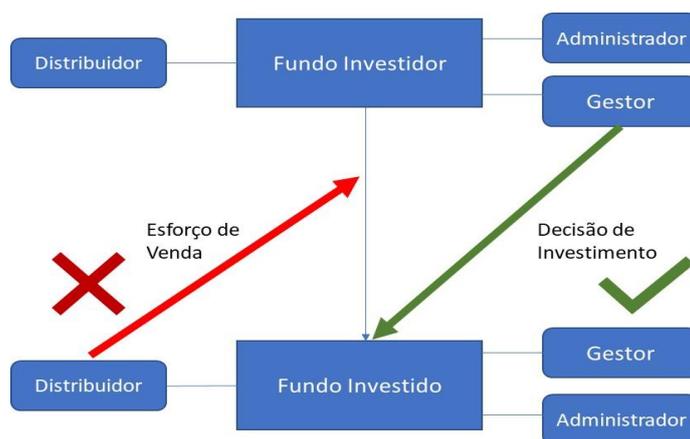


A situação prática a que esta consulta se refere é aquela em que um Fundo Investidor, gerido pela gestora A e administrado pelo administrador fiduciário Y, decide investir seus recursos em um Fundo Investido, gerido pela gestora B e administrado pelo administrador fiduciário X, de condomínio aberto (a “Alocação”). Importante notar que a situação de Alocação ora discutida não demanda ou requer que o gestor e o administrador fiduciário do Fundo Investidor sejam diferentes do gestor e do administrador fiduciário do Fundo Investido, sendo a utilização das referências A, Y, B e X meros exemplos para maior facilidade de compreensão.

Na situação apresentada, o gestor do Fundo Investidor, no cumprimento de seu mandato e em sua busca de oportunidades para investimento dos recursos dos seus clientes, identifica a oportunidade de investir no Fundo Investido, baseado na sua capacidade técnica de análise, conhecimento de mercado e poder/dever de tomar decisões de investimento no melhor interesse do Fundo Investidor. Neste processo, o gestor do Fundo Investidor busca ativamente por oportunidades, tendo conhecimento dos fundos de investimento disponíveis no mercado e selecionando aqueles que melhor se adequam às suas políticas.

É de se notar que, em situações como a descrita acima, não há a realização de “distribuição” efetiva das cotas do Fundo Investido ao Fundo Investidor ou ao seu gestor, principalmente no sentido de realização de esforços de venda. O que existe, na realidade, é uma **decisão de investimento do gestor do Fundo Investidor**, por suas próprias pesquisas e análises, que usualmente é sucedida por um contato direto dos representantes deste com os representantes do Fundo Investido. No entanto, de acordo com a legislação atualmente vigente, a realização da Alocação pelo Fundo Investidor deve ser necessariamente intermediada por um distribuidor de cotas do Fundo Investido.

A figura abaixo representa a situação ora descrita:



É especificamente neste tipo de situação que a Associação vem solicitar, a esta CVM, a dispensa da intermediação de um distribuidor do Fundo Investido para a realização da Alocação.



3. Fundamentação Legal

Conforme explorado no relatório e voto do Diretor Pablo Renteria no Processo Administrativo CVM nº 19957.003689/2017-18 (o “PA 2018”), a CVM entende que todo fundo de investimento de condomínio aberto registrado na CVM tem de ter, obrigatoriamente, suas cotas publicamente distribuídas. De modo contrário, estaríamos a falar de uma colocação feita exclusivamente de modo privado, o que, nos termos do PA 2018, não seria uma possibilidade para fundos de investimento de condomínio aberto – sendo, no entanto, uma possibilidade para determinados tipos de fundos de investimento de condomínio fechado.

Diante desta realidade, e considerando que toda oferta de cotas de fundos de investimento de condomínio aberto deve ser pública – mesmo que independa de registro prévio na CVM – poderia a autarquia dispensar a intervenção de instituição integrante do sistema de distribuição em casos como o da Alocação?

Nosso entendimento é o de que esta Comissão pode, sim, proceder com tal dispensa, conforme inciso III, §3º do art. 2º da Lei nº 6.385/76, abaixo descrito:

“Art. 2º (...)

§ 3º Compete à Comissão de Valores Mobiliários expedir normas para a execução do disposto neste artigo, podendo:

(...)

III - dispensar, na distribuição pública dos valores mobiliários referidos neste artigo, a participação de sociedade integrante do sistema previsto no art. 15 desta Lei; “

No Processo CVM RJ2005/2345 (o “PA 2005”), que em muito serviu de base para o desenvolvimento do voto mencionado no PA 2018, através do voto do então Diretor-Presidente, Sr. Marcelo Trindade, a viabilidade dessa dispensa foi mencionada como possível solução em certas colocações públicas. Isso se nota em alguns trechos do voto, conforme abaixo:

*“49. Nada obstante, nos casos em que a CVM dispensar o registro da distribuição pública, na forma da autorização legislativa constante do §5º, I, do art. 19, **poderá também dispensar a intervenção de instituição integrante do sistema de distribuição, amparada no disposto no inciso III, §3, do art. 2º da Lei nº 6.385/76, devendo tais pontos ser aclarados em norma geral.***
(...)

*51. Sem prejuízo de tais conclusões, quando a CVM vier a editar normas gerais que dispensem o registro de certas colocações públicas de cotas de fundos de investimento, **parece-me que será***



razoável que possa dispensar a intervenção de entidades do sistema de distribuição em tais colocações, pelas mesmas razões que motivarem a dispensa do registro. (...)” (grifo nosso)

Ao trazermos a possibilidade legal de dispensa para a Alocação ora discutida, é importante destacar que o fundo de investimento constituído sob a forma de condomínio aberto nos termos da ICVM 555, depende de registro de emissor na CVM para que possa funcionar, por força do art. 7º da referida instrução. No entanto, conforme o artigo 18 desta mesma instrução, a distribuição de cotas de fundos de condomínio aberto independe do prévio registro na CVM, dispensa esta que enquadra o fundo de investimento de condomínio aberto na situação exata descrita nos trechos acima destacados do PA 2005.

Passada a análise sobre a possibilidade de efetivação desta dispensa, devemos nos ater, então aos motivos pelos quais a Associação entende que esta dispensa deva ser concedida por esta CVM, nos casos específicos da Alocação. Afinal, quais os impactos efetivos que referida dispensa causaria à Alocação, tanto sob a ótica de proteção ao investidor quanto de *accountability* dos agentes de mercado?

Em primeiro lugar, é fundamental esclarecer que o distribuidor do Fundo Investido, na situação da Alocação, deixa de ser um facilitador, no sentido de ser o agente que com o seu *know-how* será o responsável pela busca de potenciais investidores, já que a Alocação é fruto de uma decisão de investimento do gestor do Fundo Investidor. Quando retirado o esforço de venda, o papel do distribuidor do Fundo Investidor na Alocação reduz-se efetivamente à realização de duas atividades: (i) o cadastro do investidor, e as verificações típicas de prevenção à lavagem de dinheiro (“PLD”), nos termos da Instrução CVM nº 301 (“ICVM 301”) e (ii) o processo de *suitability*, nos termos da Instrução CVM nº 539 (“ICVM 539”).

Justamente por restar ao distribuidor do Fundo Investido, na situação de Alocação, apenas as duas atividades acima descritas, é que esta Associação entende que sua participação é completamente prescindível, porquanto:

1. As obrigações de cadastro e de PLD sempre cabem ao administrador fiduciário do Fundo Investido, independentemente da contratação de um distribuidor de valores mobiliários para o Fundo Investido, por força da ICVM 558, da ICVM 301 e da própria Lei nº 9.613/98 (art. 9º), excetuados os casos de distribuição por conta e ordem, que não se enquadram na hipótese de Alocação.

Tais obrigações, quando compartilhadas com um distribuidor de valores mobiliários através de sua contratação, não reduzem as respectivas responsabilidades do administrador fiduciário e do distribuidor, sendo tarefa de ambos cumpri-las, mediante os procedimentos operacionais combinados entre as partes. Além disso, a situação de Alocação ainda conta com a figura do distribuidor do Fundo Investidor que, com seu administrador fiduciário, realiza tais



procedimentos em relação aos seus clientes finais, mantendo as barreiras de proteção necessárias ao mercado de capitais em sua relação direta com seus investidores.

2. As obrigações de *suitability*, no caso da Alocação, são automaticamente dispensadas pelos artigos 9, incisos I e III, 9-A, inciso V e 9-B, inciso I, da ICVM 539.

“Art. 9º A obrigatoriedade de verificar a adequação do produto, serviço ou operação não se aplica quando:

I – o cliente for investidor qualificado, com exceção das pessoas naturais mencionadas no inciso IV do art. 9º-A e nos incisos II e III do art. 9º-B;

(...)

III – o cliente tiver sua carteira de valores mobiliários administrada discricionariamente por administrador de carteiras de valores mobiliários autorizado pela CVM; ou

Art. 9º-A São considerados investidores profissionais:

(...)

V – fundos de investimento;

(...)

Art. 9º-B São considerados investidores qualificados:

I – investidores profissionais; (...)”

Em outras palavras, parece-nos axiomático, no caso da Alocação, a dispensa do distribuidor do Fundo Investido não criaria um “vazio normativo” ou um ambiente de anarquia regulatória em que ninguém ficaria responsável por *suitability*, cadastro ou PLD em relação à Alocação do Fundo Investidor, já que as obrigações primárias de cadastro e PLD do administrador fiduciário do Fundo Investido são suficientes para as proteções regulatórias buscadas por esta CVM na situação da Alocação, e não há necessidade de realização de *suitability*.

Levando em conta o exposto acima, a mudança que propomos seria que a intermediação de instituição distribuidora do Fundo Investido seja dispensada por esta CVM nos casos de Alocação por Fundo Investidor. Mediante tal dispensa, o gestor do Fundo Investidor solicitaria a aplicação (e eventuais resgates) para o administrador fiduciário ou para o gestor do Fundo Investido, conforme procedimentos operacionais a serem combinados entre as partes, solicitando a aplicação, em nome do Fundo Investidor, no Fundo Investido, em razão de decisão de investimento por ele tomada. Nesta hipótese, a Alocação



seguiria o processo de cadastro do administrador fiduciário do Fundo Investido, e a Alocação seria realizada sem que houvesse qualquer intermediação de instituição integrante do sistema de valores mobiliários.

É importante notar que este pedido não se confunde com pedido de atribuição da responsabilidade do distribuidor ao administrador fiduciário do Fundo Investido no caso da Alocação. O pedido é pela dispensa da figura do distribuidor, mantendo o administrador fiduciário seu papel e responsabilidade originais típicos da administração fiduciária, sem qualquer aumento de responsabilidades, obrigações ou mesmo qualquer presunção de substituição ou atuação como distribuidor.

4. Conclusão

Por todas as razões acima expostas, entendemos que:

- (i) A CVM, com base na lei, pode dispensar a intervenção de instituição integrante do sistema de distribuição na situação específica de Alocação descrita na consulta em análise;
- (ii) A referida dispensa, se concedida, não remove quaisquer proteções regulatórias exigidas por esta CVM, não causa qualquer prejuízo à segurança do mercado, não altera as responsabilidades originais dos participantes de mercado envolvidos na Alocação e perpetua a iniciativa da CVM para a redução do custo de observância de tais participantes;
- (iii) Tal dispensa, se concedida, deveria ser feita de modo abstrato, desde que atenda aos requisitos descritos no caso de Alocação, quais sejam:
 - i. O Fundo Investidor deve ser gerido por gestor de recursos devidamente autorizado pela ICVM 558;
 - ii. O Gestor do Fundo Investidor deve ter tomado a decisão expressa de investir no Fundo Investido de acordo com suas próprias buscas análises, sem que tenha ocorrido esforços de venda por distribuidores do Fundo Investido ao gestor do Fundo Investidor, inclusive atestando que a Alocação é decorrente de iniciativa própria; e
 - iii. O Fundo Investido deve ser de condomínio aberto.

Essa nova estrutura, se chancelada pela CVM, iria na direção de desburocratizar, desenvolver e fomentar o mercado de capitais nacional.



Com base no exposto, pedimos a manifestação desta D. autarquia a propósito do tema objeto. A ANBIMA tem grande interesse no sucesso desta consulta por considerá-la avanço e sofisticação do nosso mercado, sem qualquer perda de segurança jurídica ou *accountability*.

Gostaríamos também de registrar que a ANBIMA está à disposição para o aprofundamento da presente discussão, através de reuniões presenciais ou correspondências formais, para que, mais uma vez, CVM e ANBIMA possam demonstrar ao mercado seu poder construtivo e sua busca incessante pela melhoria e evolução do mercado de capitais nacional.

Sendo o que nos cumpre para o momento e contando com a habitual atenção de V.S.as na avaliação de nossas considerações, colocamo-nos à disposição para quaisquer esclarecimentos adicionais que se fizerem necessários.

Atenciosamente,

Alexandre Quintas da Rocha Braga

Coordenador da Comissão Temática
de Gestão de Patrimônio

