

OF. DIR 032/2020

São Paulo, 04 de setembro de 2020.

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

Com cópia para: Sr. Antônio Carlos Berwanger
Superintendência de Desenvolvimento de Mercado (SDM)
Comissão de Valores Mobiliários (CVM)

Assunto: aprimoramento nas regras para investimentos no exterior – Instrução CVM 555 (“ICVM 555”).

Prezados senhores,

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 oportunidade de debater sobre aprimoramentos nas regras para investimento no exterior.

Consideramos oportuna a discussão, visto que a CVM vem analisando o tema de maneira mais detalhada e realizando avanços regulatórios em prol da devida evolução do mercado. Além disso, também é um dos principais assuntos estabelecidos no plano de ação da ANBIMA para este ano.

Levando em consideração preocupações já pontuadas por esta D. Autarquia, por meio desse ofício apresentamos nossas considerações sobre o tema, bem como propostas para aprimoramentos regulatórios visando à evolução da indústria e à redução das assimetrias entre as diferentes regras para investimento no exterior.

I. Considerações iniciais

A saudável tendência de queda de juros no Brasil, aproximando o país de taxas praticadas em diversos mercados, naturalmente exacerba a demanda por aumento da base de ativos disponíveis para o desenvolvimento sustentável da indústria de investimentos. Os benefícios contemplam a indústria como um todo: ganham os investidores, com uma gama de opções que melhor se adequa às necessidades de prazo, risco e retorno de cada um; os gestores, com diversidade para a composição das carteiras, hoje ainda muito concentradas nos títulos públicos; e as empresas, com mais uma fonte de recursos de longo prazo.

A busca por maior diversificação das carteiras vem se acentuando, seja por parte dos investidores seja pelos gestores, que vêm se mobilizando para identificar ativos capazes de entregar rentabilidades maiores, ou minimamente desejadas, ao investidor. Tal cenário favorece a tendência de que o investidor terá que buscar ativos e investimentos com exposição a diferentes mercados para composição de seus portfólios.

Nesse sentido, as perspectivas para o futuro – com a manutenção dos juros em patamares baixos e a busca dos gestores por maior diversificação nas carteiras – abrem caminho para mudanças na forma de atuação dos fundos e, conseqüentemente, possibilitam maior desenvolvimento do mercado financeiro e de capitais, com a criação de mais oportunidades de investimentos e flexibilizações, aumentando a liquidez e profundidade dos mercados locais.

II. Internacionalização dos investimentos

A internacionalização é um dos temas prioritários na agenda de discussões da ANBIMA e, além de já ser uma realidade, certamente é importante aliada à crescente demanda por maior diversificação dos investimentos. Além disso, o momento atual é extremamente oportuno para discutir todos os meios capazes de integrar o Brasil aos mercados internacionais.

A recente publicação da Resolução CVM 3, que atualiza as regras referentes a Brazilian Depositary Receipts (“BDR”), vai ao encontro dessa pauta, mas nos preocupam eventuais assimetrias que passarão a vigorar na indústria com relação às regras de investimento no exterior considerando outros veículos de investimentos existentes.

Acreditamos que discussões sobre aprimoramentos normativos podem e devem alcançar os diferentes veículos de investimentos, todos plenamente capazes de integrar o Brasil a estruturas internacionais, principalmente considerando que eventuais tratamentos assimétricos favorecem um ambiente de possíveis arbitragens regulatórias e tributárias.

Assim, conforme pontuado em manifestações anteriores a essa D. Autarquia, ratificamos a necessidade de uma revisão mais ampla das regras que se relacionam ao acesso, pelos investidores brasileiros, aos mercados internacionais. Para isso, entendemos ser fundamental acelerar a discussão do novo arcabouço regulatório, revisitando os limites já definidos pela ICVM 555 para investimento no exterior por fundos de investimento – a revisão desses dispositivos propiciará maior aproximação às regras e aos padrões internacionalmente utilizados, além de tornar o mercado local mais competitivo.

III. Propostas

As propostas elencadas abaixo têm como principal objetivo minimizar assimetrias relacionadas às regras para a realização de investimentos no exterior, além de proporcionar novas oportunidades para diversificação de investimentos pelos investidores locais, principalmente considerando todo o cenário já descrito.

a. Aquisição de valores mobiliários elegíveis à lastro de BDR.

As novas regras para BDR flexibilizaram restrições previamente existentes, incluindo a possibilidade:

- (i) de os BDR serem lastreados em ações emitidas por emissores estrangeiros com ativos ou receitas no Brasil, e também em títulos de dívida – inclusive emitidos por companhias abertas brasileiras; e
- (ii) de aquisição dos BDR Nível I por investidores que não sejam considerados qualificados, desde que cumpridos determinados requisitos.

Considerando que a partir da entrada em vigor da Resolução CVM 3, em setembro deste ano, os investidores em geral poderão ter maior flexibilidade para realizar investimentos no exterior –

podendo até mesmo chegar a 100% de seu capital investido em ativos estrangeiros –, também passa a vigorar uma assimetria com relação ao que hoje é permitido aos investidores via fundos de investimento.

Assim, propomos que os fundos de investimento destinados tanto a investidores qualificados quanto a investidores em geral também possam adquirir diretamente em suas carteiras até 100% dos valores mobiliários elegíveis a lastro de BDR, desde que os ativos investidos atendam aos requisitos impostos pelo art. 1º, Anexo 32-I, da Resolução CVM 3 e, no caso de investimento em fundos de índices negociados no exterior, às exigências introduzidas na ICVM 359 pelo art. 3º da Resolução CVM 3, transcritos a seguir:

“Art. 1º Os certificados de depósito de valores mobiliários – BDR podem ter como lastro:

I – ações emitidas por emissores estrangeiros que sejam registrados e estejam sujeitos à supervisão da entidade reguladora do mercado de capitais de seu principal mercado de negociação e que observem, ainda, um dos seguintes critérios abaixo:

a) tenham ativos e receitas no Brasil que correspondam a menos de 50% (cinquenta por cento) daqueles constantes das demonstrações financeiras individuais, separadas ou consolidadas, prevalecendo a que melhor representar a essência econômica dos negócios para fins dessa classificação; ou

b) cujo principal mercado de negociação atenda aos requisitos previstos no § 7º deste artigo; e

II – valores mobiliários representativos de dívida listados ou admitidos à negociação em mercado de bolsa de valores ou em plataforma eletrônica de negociação que atenda aos requisitos previstos nos incisos I e II § 7º deste artigo.

(...)

§ 7º Nos casos previstos no inciso I, “b”, do caput, o principal mercado de negociação do emissor deve ser uma bolsa de valores e, cumulativamente:

I – ter sede fora do Brasil e em país cujo órgão regulador tenha celebrado com a CVM acordo de cooperação sobre consulta, assistência técnica e assistência mútua para a troca de informações, ou seja signatário do memorando multilateral de entendimento da Organização Internacional das Comissões de Valores – OICV; e

II – ser classificada como “mercado reconhecido” no regulamento de entidade administradora de mercado organizado de valores mobiliários aprovado pela CVM.

“Art. 74-B. Os BDR somente podem ser lastreados em cotas de fundos de índice admitidas à negociação em mercados organizados de valores mobiliários e custodiadas em países cujos órgãos reguladores tenham celebrado com a CVM acordo de cooperação sobre consulta, assistência técnica e assistência mútua para a troca de informações, ou sejam signatários do memorando multilateral de entendimentos da Organização Internacional das Comissões de Valores – OICV.

Art. 74-D. Os fundos cujas cotas sirvam de lastro para a emissão de BDR e seus respectivos índices de referência devem observar os critérios e as vedações previstas nos §§ 2º e seguintes do art. 2º desta Instrução.

Art. 74-G. A aquisição de BDR é permitida a: I – quaisquer investidores, caso:

a) as cotas objeto dos certificados de depósito tenham como mercado de negociação de maior volume uma das bolsas de valores estrangeiras classificadas como “mercado reconhecido” no regulamento de entidade administradora de mercado de valores mobiliários aprovado pela CVM; e

b) o emissor das cotas que servem de lastro aos BDR esteja sujeito à supervisão por parte da entidade reguladora do mercado de capitais do “mercado reconhecido”;

A Resolução CVM 3 também trouxe à Instrução CVM 332 (“ICVM 332”) prerrogativas específicas para que investidores que não sejam considerados qualificados possam adquirir, diretamente em suas carteiras, até 100% dos valores mobiliários elegíveis a lastro de BDR (art. 3º; §1º; inciso I; alínea d), descritas abaixo:

“Art. 3º (...)

d) aquisição permitida a:

(...)

3. quaisquer investidores, caso:

3.1. o mercado de maior volume de negociação desses ativos, nos 12 (doze) meses anteriores, seja um ambiente de mercado estrangeiro classificado como “mercado reconhecido” no regulamento de entidade administradora de mercado organizado de valores mobiliários aprovado pela CVM, considerando, em conjunto, os valores mobiliários objeto dos certificados de depósito e os próprios certificados de depósito que os representem; e

3.2. o emissor dos valores mobiliários que servem de lastro aos BDR esteja sujeito à supervisão por parte da entidade reguladora do mercado de capitais do mercado de maior volume de negociação.”

Ao avaliarmos tais requisitos levando em consideração a estrutura da indústria de fundos e suas possibilidades, entendemos que sua aplicabilidade não seria adequada. Inicialmente porque, diferentemente do investidor geral, o gestor profissional possui qualificações técnicas para avaliar ativos que não guardem essas características específicas. Isso fica ainda mais evidente em relação ao prazo de 12 (doze) meses disposto no item 3.1, pois, conforme decisão proferida pelo Colegiado desta D. Autarquia em 10 de dezembro de 2019 (PROC. SEI 19957.010645/2019-06¹), foi esclarecido que os fundos que tenham a possibilidade de investimento no exterior, conforme disposto em seus regulamentos, podem adquirir ativos no exterior advindos de ofertas realizadas diretamente fora do país, desde que seguidas determinadas práticas, detalhadas na referida decisão. Nesse tema nunca foi questionada a qualificação dos gestores de fundos para a decisão, os cuidados eram necessários para afastar a caracterização de oferta pública realizada no exterior como oferta pública sujeita a registro no Brasil.

O que buscamos, portanto, é maior alinhamento entre as oportunidades existentes para acesso a ativos no exterior, considerando os diferentes veículos de investimento, e estando cientes de que tais investimentos devem estar sujeitos à regulação e supervisão pelos órgãos responsáveis, sempre prezando pela devida transparência de informações e máxima proteção aos investidores –

¹ http://www.cvm.gov.br/decisoes/2019/20191210_R1/20191210_D1634.html

incluindo a possibilidade de acesso, pela CVM, às informações julgadas necessárias por meio de acordos com os órgãos reguladores no exterior.

b. Limites de concentração para investimento em ativos financeiros no exterior.

A indústria de fundos brasileira conta com uma robusta estrutura que envolve não somente grande diversidade de agentes, mas também importante conjunto de regras – tanto da regulação, quanto da autorregulação – sempre em prol da devida condução das atividades e da transparência na divulgação das informações para os investidores e/ou para as entidades responsáveis pela supervisão do mercado.

A ICVM 555, quando divulgada, alterou os limites de concentração para investimento no exterior até então existentes na Instrução CVM 409 e, após anos de convivência com o atual arcabouço regulatório para fundos de investimento, identificamos que novos avanços certamente podem ser realizados visando a um maior desenvolvimento da indústria como um todo.

As atuais regras referentes aos limites de concentração permitidos aos fundos de investimento quando da aplicação em ativos financeiros no exterior são dispostas pelo Art. 101 da ICVM 555, transcrito a seguir:

“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:

a) fundos classificados como “Renda Fixa – Dívida Externa”;

b) fundos exclusivamente destinados a investidores profissionais que incluam em sua denominação o sufixo “Investimento no Exterior”; e

c) fundos exclusivamente destinados a investidores qualificados que observem o disposto no § 1º;

II – até 40% (quarenta por cento) de seu patrimônio líquido para os fundos exclusivamente destinados a investidores qualificados que não se enquadrem no disposto no § 1º; e

III – até 20% (vinte por cento) de seu patrimônio líquido para os fundos destinados ao público em geral.

§ 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.”

Um dos possíveis avanços identificados ao longo das conversas realizadas no âmbito dos grupos existentes na Associação se refere à possibilidade de expansão dos limites para investimento no exterior, desde que cumpridas determinadas condições impostas pela regulamentação em vigor.

Atualmente, é permitido aos investidores qualificados, conforme § 1º transcrito acima, o investimento concentrado em fundos ou veículos de investimento no exterior (mínimo 67% da

composição da carteira), desde que cumpridas as condições adicionais apresentadas no Anexo 101 da ICVM 555.

Os requisitos determinados pelo referido anexo demonstraram ser, ao longo dos últimos cinco anos em que estão em vigor, extremamente eficientes para manutenção do devido controle e transparência dos investimentos realizados pelos gestores de recursos – profissional este que é devidamente qualificado e responsável pelas tomadas de decisão de investimentos.

Sendo assim, em busca de evolução regulatória que vise ao atingimento das atuais necessidades identificadas para a gestão de recursos adequada, e mantendo a segurança, maturidade e robustez já percebidas na indústria como um todo, propomos que os fundos de investimento destinados a investidores em geral também possam aplicar a totalidade dos seus recursos no exterior, desde que cumpridos os requisitos previstos no § 1º; art.101, da ICVM 555.

Também consideramos oportuna uma reavaliação dos demais percentuais de investimento em vigor tanto para fundos destinados ao público em geral quanto para os fundos destinados a investidores qualificados que não sigam as regras específicas do Anexo 101.

Sabemos que nos casos mencionados existem preocupações específicas, já ressaltadas por essa D. Autarquia em diversas ocasiões, principalmente considerando a falta de transparência com relação aos ativos investidos e, conseqüentemente, o alcance viável ao processo de supervisão.

Tendo em vista as preocupações destacadas, bem como a importância, qualificação e diversidade de agentes que contribuem para uma segurança cada vez maior do segmento em questão, também gostaríamos de propor que os percentuais de investimento tanto para os fundos destinados ao público em geral (limite atual de 20%), quanto para os fundos destinados a investidores qualificados que não sigam as regras específicas do Anexo 101 (limite atual de 40%), possam ser aumentados, respectivamente, para 40% e 60%.

Não obstante, entendemos e concordamos com a preocupação externada pela CVM relativamente à necessidade de haver maior transparência para estruturas em que um fundo de investimento destinado a investidores em geral ou a investidores qualificados (“Fundo Investidor”) investe em

um fundo domiciliado no exterior (“Fundo Intermediário”) gerido pelo mesmo gestor do Fundo 555 ou por entidade do mesmo grupo econômico e, a partir de tal Fundo Intermediário, realiza o investimento em ativos finais em diversas jurisdições. Nesse sentido, nossa sugestão é que, no caso de tais estruturas:

- (i) as aplicações em ativos financeiros no exterior realizadas pelo Fundo Intermediário sejam reportadas à CVM, juntamente com os ativos detidos pelo Fundo Investidor e numa frequência maior do que ocorre atualmente, sendo razoável, a nosso ver, que tal reporte ocorra em até D+2.
- (ii) O regulamento do Fundo Intermediário preveja:
 - A obrigatoriedade de demonstrações financeiras auditadas por empresa de auditoria independente;
 - A obrigatoriedade de que os documentos sejam mantidos à disposição do investidor;
 - Que o valor de suas cotas seja calculado a cada resgate ou investimento, e no mínimo uma vez a cada 30 (trinta) dias;
 - Regras sobre gestão de riscos, inclusive de liquidez, que tenham requisitos formais para o monitoramento, revisão e avaliações qualitativas e quantitativas;
 - Princípios para precificação dos ativos e que esta seja feita por área segregada ou por terceiros habilitados;
 - Regras para diversificação dos investimentos, limites de concentração por emissor ou alertas acerca do risco de eventual concentração, aplicáveis também aos ativos subjacentes, no caso de derivativos;
 - O tratamento para venda a descoberto e alavancagem;
 - No caso de operações de balcão, que a contraparte associada seja instituição financeira regulada e supervisionada por autoridade local reconhecida;
- (iii) O Fundo Intermediário possua documentos que:

- Demonstrem os níveis de controle de risco, e a estrutura de governança dos fundos investidos, indicando o administrador, gestor, custodiante, demais prestadores de serviço, o diretor responsável pelo fundo no exterior e suas respectivas funções;
- Evidenciem as remunerações, despesas, taxas e encargos; e
- Identifiquem os fatores de riscos e as restrições de investimento.

Destacamos que, na impossibilidade de consolidação da carteira, conforme proposto, os investimentos em Fundos Intermediários seriam mantidos nos atuais limites de 20% para fundos destinados ao público em geral, e de 40% para fundos destinados a investidores qualificados – o aumento dos limites sendo uma possibilidade. Ainda, ratificamos a necessidade de que o fundo disponha, em seu regulamento, sobre qual será a estratégia definida para investimento no exterior e, caso decida pela ampliação dos limites, a consolidação da carteira deverá ser realizada por seus prestadores de serviço de forma continuada, independentemente do percentual efetivamente alocado no exterior.

Ressaltamos que também foi avaliada a possibilidade de consolidação de tais aplicações no cálculo dos correspondentes limites de concentração por emissor e por modalidade de ativo financeiro aplicáveis aos ativos domésticos, mas, para isso, entendemos que seriam necessárias conversas mais detalhadas, junto à CVM, para avaliação quanto à viabilidade de implementação de maneira segura para a indústria.

IV. Considerações finais

As mudanças adotadas por esta D. Autarquia tem gerado legados positivos para a indústria brasileira de fundos, mas para que o processo de evolução continue, é preciso garantir as ferramentas necessárias ao contínuo crescimento e aproximação dos mercados internacionais.

Acreditamos que a maturidade alcançada pela indústria, e também pelos agentes envolvidos, nos últimos anos nos permite a incorporação das propostas regulatórias ora sugeridas e, com base nos argumentos expostos ao longo deste documento e na importância e nos benefícios de uma maior internacionalização das carteiras locais, desde já agradecemos a apreciação das considerações apresentadas.



Sendo o que nos cumpre para o momento, contamos com a habitual atenção da autarquia na avaliação de nossas considerações, e permanecemos à disposição para novas conversas, bem como para quaisquer esclarecimentos adicionais que se façam necessários, sempre com o objetivo de contribuir para o desenvolvimento seguro e sustentável do mercado financeiro e de capitais brasileiro.

Atenciosamente,

Carlos José da Costa André

Vice-Presidente da ANBIMA e Presidente do
Fórum de Gestão de Fundos Mútuos

Pedro Rudge

Diretor da ANBIMA e Vice-Presidente do
Fórum de Gestão de Fundos Mútuos