

São Paulo, 15 de abril de 2021.

À

**Comissão de Valores Mobiliários – CVM
Superintendência de Desenvolvimento de Mercado – SDM**

Edifício Cidade do Carmo
Rua Sete de Setembro, nº 111, 23º andar
Centro, Rio de Janeiro, RJ
20050-901

At.: Sr. Antonio Carlos Berwanger | Superintendente de Desenvolvimento de Mercado
Sr. Daniel Walter Maeda Bernardo | Superintendente de Supervisão de Investidores
Institucionais
Enviado via correio eletrônico a audpublicaSDM0820@cvm.gov.br.

Ref.: Edital de Audiência Pública SDM nº 08/2020 – Minuta de Instrução sobre a constituição, o funcionamento e a administração de fundos de investimento

Prezados Senhores,

A **Associação CFA do Brasil (CFA Society Of Brazil)** (“CFASB”) vem, pela presente, apresentar a esta D. Comissão de Valores Mobiliários (“CVM”) seus comentários e sugestões referentes ao Edital de Audiência Pública SDM nº 08/2020, o qual dispõe sobre a constituição, o funcionamento e a administração de fundos de investimento (“Edital” ou “AP 08/20”).

Em primeiro lugar, cumpre-nos elogiar a iniciativa proposta por esta D. CVM de modernizar e promover o desenvolvimento da indústria de fundos de investimento, a qual representa um segmento fundamental nos mercados financeiros e de capitais brasileiro. Nesse sentido, gostaríamos de ressaltar que nossas propostas também buscam contribuir diretamente para a evolução dessa indústria, de forma a atender às demandas de mercado, bem como aproximar o mercado brasileiro aos padrões internacionais.

I. DA INTRODUÇÃO

Antes de apresentar nossos comentários e sugestões, gostaríamos de informar a esta D. CVM a forma como a CFASB conduziu o processo de análise da AP 08/20. É válido lembrar que não somos uma associação de classe, mas uma entidade formada exclusivamente por indivíduos que são certificados como **Chartered Financial Analyst**, certificação de alta distinção no mercado financeiro global. Como um ponto em comum entre seus membros, citamos a defesa pela atuação ética e transparente dos profissionais no mercado financeiro, forma pela qual também procuramos pautar nossas análises e sugestões relacionadas a AP 08/20.

Para tanto, o *Board da CFASB* (organismo responsável pela área de representação da CFASB) organizou um grupo que contou com a participação (i) de membros da CFASB que conhecem e atuam na indústria de fundos, (ii) do escritório Mattos Filho Advogados, que assessorou

juridicamente o grupo nas discussões e na elaboração do presente pedido de acordo com as demandas apresentadas; e (iii) da PWC Luxemburgo, que contribuiu com as discussões relacionadas a regulamentação e estruturas utilizadas em Luxemburgo. O grupo coordenou o trabalho de análise das propostas direcionadas à AP 08/20, passando a reunir seus esforços na análise e elaboração de uma proposta que focasse nos seguintes temas:

- Constituição de um conselho para os fundos de investimento financeiro (“FIF”);
- Divulgação e transparência da taxa de distribuição;
- Portabilidade de fundos e alteração de prestadores de serviços e cotistas;
- Nova terminologia para FIF regulados pelo artigo 43, §§ 1º e 2º do Edital;
- Exposição a risco de capital;
- Taxa focal;
- Alterações à classificação dos “fundos cambiais”; e
- Expansão do conceito de “Socioambiental” para todos os fundos de investimento.

Ressaltamos, por fim, que as nossas ponderações sobre alguns dos temas mencionados acima serão apresentadas de forma conceitual, tendo em vista que uma efetiva implementação dependerá de maiores discussões com esta D. CVM e outras autoridades públicas, conforme aplicável. Para tanto, a CFASB se coloca à disposição desta D. CVM para realizar discussões sobre tais temas e assessorá-los, caso estejam de acordo, na elaboração dos respectivos textos normativos.

II. CONSTITUIÇÃO DE UM CONSELHO PARA OS FIF

A. Contextualização

De acordo com o Consolidado Histórico de Fundos de Investimento da Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais (“ANBIMA”) de fevereiro de 2021¹, a indústria de fundos é responsável por movimentar mais de R\$ 6,1 trilhões do mercado brasileiro. Dada a relevância e a constante evolução dessa indústria, em 1º de dezembro de 2020, esta D. CVM entendeu por bem publicar a AP 08/20, que deu início às discussões sobre um novo marco regulatório dos fundos de investimento no Brasil.

A AP 08/20 tem como principal objetivo modernizar a regulação dos fundos de investimento brasileiros, promovendo um importante alinhamento da indústria brasileira às práticas internacionais. As propostas apresentadas por meio da AP 08/20 também se propõem regulamentar os dispositivos relativos aos fundos de investimento aos princípios e disposições constantes da Declaração dos Direitos de Liberdade Econômica, prevista na Lei nº 13.874, de 20 de setembro de 2019, conforme alterada (“Lei da Liberdade Econômica”).

¹ https://www.anbima.com.br/pt_br/informar/estatisticas/fundos-de-investimento/fundos-de-investimento.htm.

Dentre as alterações introduzidas pela AP 08/20, cabe destacar o reconhecimento expresso por parte desta D. CVM do papel central do gestor de recursos. A nosso ver, referida mudança representa um grande avanço para a indústria, na medida em que propõe que o protagonismo do fundo seja dividido entre o administrador fiduciário e o gestor de recursos, que passam a ser denominados, em conjunto, como “prestadores de serviços essenciais”.

Ocorre que, além das discussões acima, a indústria e, principalmente, o administrador e o gestor dos fundos de investimento regulados pela Instrução da CVM nº 555, de 17 de dezembro de 2014, conforme modificada (“Instrução CVM 555”), enfrentam diariamente questões de caráter operacional que, na nossa visão, podem ser aprimoradas na minuta do Edital (“Minuta”), especialmente em relação aos FIF.

Nesse sentido, e conforme será demonstrado abaixo, a CFASB propõe a constituição de um conselho para os FIF, cujo principal objetivo será conferir robustez para as estruturas de governança, na medida em que referidos órgãos atuarão de forma soberana aos prestadores de serviços essenciais na fiscalização e deliberação de determinados assuntos de interesse dos FIF e, conseqüentemente, dos cotistas.

Gostaríamos de ressaltar, desde já que, diferentemente do pleito analisado recentemente pelo Colegiado desta D. CVM referente a possibilidade de constituição de “Conselhos Consultivos” para análise e aprovação de transações com partes relacionadas e/ou potencial conflito de interesses no âmbito de fundos estruturados², a nossa proposta não visa esvaziar as atribuições da assembleia geral de cotistas, mas sim aprimorar a governança dos FIF com relação aos papéis atualmente desempenhados pelo administrador e pelo gestor, em especial sobre temas que costumam ser polêmicos entre referidos prestadores de serviços.

B. Paralelo com a governança de companhias de capital aberto

Traçando um paralelo com o que ocorre atualmente com as companhias abertas, a B3 S.A. – Brasil, Bolsa, Balcão (“B3”) estabelece diferentes níveis de governança, de forma a categorizar as companhias de acordo com as práticas adotadas (i.e., Novo Mercado, Nível I, Nível II, Bovespa Mais, Bovespa Mais Nível II³).

Segundo a própria B3, todos esses segmentos prezam por regras diferenciadas de governança, que adotam práticas de gestão sofisticada, com o intuito de trazer mais segurança e atratividade aos investidores, uma vez que possuem a capacidade de aumentar a transparência das informações divulgadas, bem como reduzir riscos de abuso de poder do acionista controlador, erros estratégicos e fraudes na elaboração das demonstrações financeiras da companhia. Para tanto, a adesão a esses segmentos eleva o nível de governança corporativa das companhias, de modo que, a depender do segmento adotado, serão garantidas vantagens relacionadas ao maior nível de governança corporativa aos investidores.

² Referidos conselhos deverão atender todos os requisitos solicitados por esta D. CVM no âmbito do precedente do Prisma Proton Fundo de Investimento em Participações em Infraestrutura no âmbito do Processo Administrativo CVM nº SEI 19957.005558/2020-62.

³ http://www.b3.com.br/pt_br/produtos-e-servicos/solucoes-para-emissores/segmentos-de-listagem/sobre-segmentos-de-listagem/.

O intuito da CFASB é justamente constituir um conselho que, de forma análoga ao que ocorre hoje com as companhias abertas, torne o produto mais atrativo e seguro aos investidores, na medida em que possibilitará, dentre outras coisas, a mitigação de riscos operacionais sistêmicos e a eliminação de “áreas cinzentas” que podem surgir na fronteira que separa a atuação de cada prestador de serviço essencial.

A título exemplificativo, pode-se mencionar a marcação a mercado dos ativos integrantes da carteira dos FIF que, historicamente, é feita pelo administrador, sem qualquer tipo de fiscalização ou supervisão por um outro prestador de serviço e/ou órgão colegiado com *expertise* de mercado para tanto. A nosso ver, uma das atribuições do conselho poderia ser justamente a validação dos critérios adotados pelo administrador para marcação a mercado dos ativos, uma vez que referida marcação impacta diretamente a carteira do FIF e, conseqüentemente, a rentabilidade auferida pelos cotistas.

C. Comparativo com os conselhos de fundos estruturados

Ao longo dos últimos anos, a indústria de fundos de investimento estruturados, notadamente os Fundos de Investimento em Participações e os Fundos de Investimento Imobiliários, obteve grandes conquistas para as estruturas de governança, como foi o caso, por exemplo, do Prisma Proton Fundo de Investimento em Participações em Infraestrutura (“Prisma FIP”), que conseguiu decisão favorável do Colegiado desta D. CVM para constituição de um conselho cuja atribuição envolve a aprovação de transações conflitadas e/ou com partes relacionadas, sem a necessidade de aprovação em assembleia geral de cotistas.

No contexto internacional, os conselhos consultivos também são muito utilizados em mercados onde a estrutura de governança é mais consolidada, como é o caso, por exemplo, do mercado norte-americano. Sob esse aspecto, a *Securities and Exchange Commission* (SEC) recomenda a criação dos chamados “*Limited Partnership Advisory Committees*” (“LPAC”) em fundos de *private equity*, que atuam, na grande maioria das vezes, como elemento consultivo na formação de opinião dos gestores, mas que também pode ter a função de tomada de decisão na resolução de conflito de interesses em circunstâncias especiais.

A nosso ver, a criação de conselhos como o de Prisma FIP e do LPAC são importantes para o desenvolvimento da indústria, mas endereçam preocupações primordiais para o setor de *private equity*, e não necessariamente de fundos líquidos, como é o caso, dos FIF. Nesse sentido, diferentemente do que ocorre no mercado de *private equity*, a nossa proposta é para constituição de um conselho que tenha como principal objetivo deliberar, de forma soberana e vinculante, sobre assuntos e entraves enfrentados pelos administradores e pelos gestores no dia-a-dia dos FIF, como, por exemplo, situações arbitrárias para método de marcação a mercado, cálculo da cota e etc.

Outro ponto positivo da nossa sugestão é o potencial que esse conselho possui de auxiliar nas situações em que há discordância entre os prestadores de serviços essenciais. Dessa forma, entendemos que os moldes do conselho abaixo são os que melhor condizem com as necessidades de um FIF, pois – além de resolverem assuntos polêmicos enfrentados hoje pelos prestadores de serviços essenciais – fomentarão o diálogo, proporcionarão a melhoria da qualidade técnica do mercado e o alinhamento de interesses entre administradores, gestores e investidores.

D. Estrutura do conselho

Faculdade para Constituição

Como regra geral, a estrutura de governança vista no Brasil estabelece que a constituição de comitês e/ou conselhos é uma faculdade, como é visto, por exemplo, nos fundos regulados pela Instrução CVM 555 e pelos fundos estruturados. Nessa mesma linha, a nossa sugestão é manter a faculdade para que os administradores e gestores que buscam conferir uma governança diferenciada e mais robusta para o fundo decidam, de forma conjunta, pela constituição ou não dos referidos conselhos.

Composição

Nesse sentido, a CFASB propõe que os membros do conselho possam atuar de acordo com o mandato estabelecido nos documentos do fundo, sempre no melhor interesse do fundo e dos cotistas, observada a seguinte composição:

- ao menos 1 membro independente, o qual deverá ser indicado conjuntamente pelo administrador e gestor; e
- demais membros indicados pelo gestor.

A nossa sugestão é que os membros do conselho possam atuar de forma *pro tempore* (i.e., de maneira temporária) até a ocorrência da primeira assembleia geral de cotistas que deliberará pela ratificação ou não dos membros indicados. Ainda, após a constituição do FIF, a ratificação dos membros se daria apenas na primeira assembleia geral de cotistas que aprovar as contas do FIF, evitando, assim, que um número pequeno de cotistas fosse responsável por tal deliberação. Naturalmente, além de atribuir essa ratificação a uma quantidade maior de cotistas que entrem no FIF ao longo do primeiro ano, a nossa proposta possibilitará, ainda, que os cotistas avaliem a atuação dos membros do conselho durante esse período – possibilitando uma decisão fundamentada de voto na assembleia geral.

Sem prejuízo, a CFASB propõe que, na eventualidade de a assembleia geral não ratificar a eleição dos membros, o gestor e o administrador, no caso do membro independente, ou o gestor, no caso dos demais membros, indique(m) tantos novos membros quantos forem necessários para que os cotistas possam deliberar sobre o(s) novo(s) candidato(s).

De modo semelhante ao que é visto em outras jurisdições, os membros deverão enviar, previamente à constituição do conselho, suas qualificações técnicas, com documentos aptos a comprová-las, de modo que os cotistas tenham plena capacidade de analisar a elegibilidade de cada membro. Dentre as qualificações técnicas, os membros deverão comprovar sua experiência/*expertise* na indústria de fundos de investimento, em especial com relação ao mercado de FIF. Caso haja qualquer alteração nas qualificações técnicas, o membro deverá comunicar imediatamente o administrador, o gestor e os cotistas. A ideia é que com o tempo exista um mercado altamente qualificado de membros para esse tipo de conselho, em linha com o que acontece atualmente com os conselheiros de companhia aberta.

Conforme mencionado acima, todos os membros do conselho deverão sempre atuar no melhor interesse do FIF e dos cotistas – como acontece hoje nos conselhos de administração das companhias. Sem prejuízo, entendemos que determinadas matérias poderão ser submetidas a aprovação de um **quórum qualificado** ou **voto afirmativo do membro independente**, indicado pelo gestor e pelo administrador, de forma a afastar qualquer dúvida com relação a um potencial conflito de interesses⁴.

Sugerimos, por fim, que o disposto acima possa ser flexibilizado no caso de uma eventual categorização dos gestores no futuro. Em outras palavras, a depender da estrutura e dos *assets under management* do gestor, o membro independente poderia ser indicado exclusivamente pelo gestor (e não de forma conjunta entre administrador e gestor) ou, ainda, poderia existir uma maior flexibilização com relação ao quórum qualificado ou voto afirmativo do membro independente. Como referida categorização depende de revisão e alteração da regra atual aplicável aos administradores de carteiras de valores mobiliários, a CFASB se coloca à inteira disposição para discutir o assunto e as métricas a serem adotadas por cada categoria.

Custos

A CFASB defende que os custos referentes aos membros indicados pelo gestor sejam arcados pelo próprio gestor, cabendo ao FIF e, conseqüentemente, aos cotistas somente a remuneração do(s) membro(s) independente(s).

O modelo de governança proposto, em que os membros indicados pelo gestor são arcados pelo próprio gestor, minimizará o custo de implantação dos conselhos, evitando ônus desnecessário aos cotistas. Além disso, tais membros terão maior conhecimento das operações e das características dos FIF, mitigando a possibilidade de o conselho perder o seu foco de atuação. Por outro lado, a presença do membro independente, sem qualquer vínculo com os prestadores de serviço do FIF, somado às matérias que dependerão de quórum qualificado (ou que serão objeto de direitos especiais – Golden share), conforme mencionado acima, evitará que o gestor tenha um peso indevido em decisões que sejam consideradas críticas por esta D. CVM e outros reguladores.

Ainda, de forma a viabilizar os custos referentes à constituição desses conselhos, propomos que seja permitido a constituição de um único conselho para diversos FIF, desde que os membros do referido conselho comprovem possuir todas as qualificações técnicas necessárias para auxiliar na governança, não só de um FIF, mas de todos os fundos em que atuam. A nosso ver, assim como já ocorre em governanças de veículos *offshore*, a utilização de um único conselho por diversos FIF reduz os custos de manutenção, uma vez que os administradores e gestores poderão adotar um mesmo conselho para diversos FIF.

Responsabilidades

Os membros do conselho, assim como já acontece com o administrador e o gestor, serão responsáveis pelas suas condutas, observada a extensão dos seus respectivos deveres, inclusive fiduciários, perante os FIF, os cotistas e terceiros, de modo que a constituição do conselho em

⁴ Alternativamente, ao invés do instituto do quórum qualificado, o membro independente poderá ter direitos especiais de voto sobre certas matérias, a exemplo do que ocorre com os detentores de "Golden shares" em companhias abertas.

nada afetará a segurança do FIF e dos cotistas. Pelo contrário, assim como já é visto em companhias abertas e em fundos *offshore*, essa estrutura agregará uma camada adicional de proteção ao investidor, ao passo que cada membro, ao participar do conselho, se tornará pessoalmente responsável pelas suas condutas.

Logo, a nosso ver, um investimento que antes contava apenas com a figura do administrador e gestor, sem levar em conta outros prestadores de serviço (e.g., custodiantes), passará a ter, se optar pela constituição do conselho, um órgão colegiado em sua estrutura, com membros que possuirão as mais variadas experiências/*expertises* e que poderão agregar valor ao FIF.

Funções

Conforme mencionado acima, a adoção do conselho visa também uma melhor segregação das responsabilidades atribuídas aos administradores e gestores. A criação do conselho possibilitará que matérias essenciais ao bom funcionamento dos FIF sejam deliberadas por membros devidamente capacitados e com transparência, e não arbitradas pelo administrador ou gestor, ou, ainda, deliberadas pelos cotistas - que, na maioria das vezes, não possuem o conhecimento técnico necessário para tal deliberação.

Outra inovação será a possibilidade de o conselho fiscalizar a atuação dos prestadores de serviço do FIF, em especial no que tange àquelas atividades em que não há, na regulamentação atual, qualquer tipo de obrigatoriedade de fiscalização "cruzada" entre os prestadores de serviços, como é o caso, por exemplo, de determinadas atividades realizadas pelos administradores, conforme será visto abaixo.

Para tanto, dentre os temas que necessitam de uma melhor segregação de responsabilidades e fiscalização, pode-se incluir: **(a)** a marcação a mercado de ativos de menor liquidez, inclusive com validação de metodologias e critérios que deverão ser utilizados em momentos excepcionais (e.g., situação de *default* de ativos)⁵; **(b)** erros operacionais no cálculo da cota, divulgação e eventual reprocessamento da cota, fixando critérios quanto à sua materialidade e procedimentos para a sua resolução e prevenção; **(c)** acompanhamento da gestão do caixa do FIF, cuja natureza é compartilhada, uma vez que diversas despesas e receitas que sensibilizam o caixa são lançadas (provisionadas ou despesadas), no modelo atual, pelo administrador; **(d)** elegibilidade e enquadramento de ativos (por exemplo, resolução de dúvidas quanto ao conceito de ativos de "mesma natureza", ativos no exterior e fixação de metodologias para o cálculo de alavancagem); **(e)** competências que, pela proposta trazida no Edital, caberiam ao administrador executar ou fiscalizar e que conflitam com prerrogativas do próprio gestor, tais como fiscalização do preço empregado em transações e sua adequação aos parâmetros de mercado (túnel de preços), alocação entre diversos fundos administrados/geridos, dentre outros⁶; e **(f)** deliberar sobre as

⁵ Os gestores são as figuras mais capacitadas para realizar a marcação a mercado, por ser o prestador de serviço que conhece os ativos integrantes da carteira do FIF. Contudo, frequentemente gestores e administradores divergem quanto ao preço que melhor representa determinados ativos de menor liquidez. Hoje, a marcação é uma atribuição apenas do administrador e, muito embora os gestores tenham, via de regra, informações mais atuais e precisas sobre os preços de mercado de um determinado ativo, eles se encontram conflitados para opinar sobre os preços. **Nesse sentido, o conselho poderá atuar como uma espécie de árbitro dos métodos de marcação mais corretos, dirimindo dúvidas e controvérsias.**

⁶ Os administradores encontram dificuldades para visualizar as negociações de ativos e também no acompanhamento dos preços de mercado por não exercerem atividade direta de negociação no mercado, além de não possuírem estrutura para tanto (i.e., seja em quantidade de pessoas ou em experiência). Desta maneira, o gestor seria a figura mais competente para realizar tais tarefas, de forma a respeitar e fomentar, sempre, o melhor interesse dos cotistas.

estratégias a serem adotadas para defesa dos interesses dos cotistas e do fundo, bem como eventual representação do fundo perante órgãos governamentais, poder judiciário, autarquias, câmaras arbitrais, dentre outros.

Pode-se delimitar, ainda, uma série de medidas preventivas que os denominados “boards” de fundos constituídos em outras jurisdições adotam e que não são contempladas na AP 08/20 ou nas demais regulamentações aplicáveis a fundos de investimento no Brasil. A título de exemplificação, podemos destacar a fixação de parâmetros para a defesa do interesse dos cotistas em situação de menor liquidez dos mercados (*anti-dilution mechanisms*), tais como, limitação de resgates (*gates*) e constituição de *spread* entre a cota de aplicação e a de resgate (*swing pricing*). Do mesmo modo, a aprovação de linhas de crédito, frequentemente utilizadas para sanar erros operacionais na liquidação dos ativos, também passa por tais boards, os quais são utilizados em larga escala em outras jurisdições com amparo dos reguladores locais (a exemplo da *Securities and Exchange Commission - SEC*)⁷.

Embora o Edital não preveja tais mecanismos, a CFASB acredita que a adoção dessa estrutura pode ser fundamental para a evolução de determinados segmentos da indústria de fundos, em especial de fundos líquidos, como os FIF, dada a liquidez dos ativos que investem. Ainda, embora ambos os prestadores de serviços essenciais sejam necessários à realização de tais procedimentos, entendemos que a figura de um conselho, com membros que possuem *expertise* de mercado, é necessária e agregará valor para as estruturas dos FIF.

Conflito de interesses

A CFASB entende que, sendo a maioria dos membros eleitos pelo próprio gestor do FIF, faz-se necessário estabelecer políticas que disponham sobre as situações de conflito de interesses, com mecanismos para sua mitigação. Dessa forma, de modo a dirimir eventuais conflitos entre os membros e as matérias que serão discutidas, propomos a criação de direitos especiais de voto ou matérias que necessitem de quórum qualificado para sua aprovação. Em outras palavras, existem situações que somente poderão ser aprovadas com o voto afirmativo do membro independente – como é o caso, por exemplo, das situações em que existe uma assimetria de informações entre o gestor e administrador, de um lado, e os cotistas, de outro. Vale destacar que referidas matérias poderão variar de acordo com o objeto e a estrutura do FIF, não havendo, portanto, como estabelecer um rol taxativo na Minuta nesse momento.

Vale destacar que a criação do conselho ainda proporciona a expansão do “poder de polícia”, na medida em que atribui ao órgão a responsabilidade de supervisão e fiscalização dos prestadores de serviços. Isso não traz apenas segurança para o investidor, mas também facilita a atuação desta D. CVM em um momento tão delicado em que o mercado só cresce e o repasse de recursos públicos para a CVM apenas diminui⁸. Essa considerável redução do orçamento apenas corrobora

⁷ Observa-se que essas medidas possuem um caráter preventivo, evitando que cotistas remanescentes no fundo sejam prejudicados pela ação de outros que resgatem seus recursos. Para tanto, elas não se confundem com medidas resolutivas que são validadas pelos cotistas em momentos de grave iliquidez dos mercados (e.g. fechamento do fundo para resgates). Estas últimas medidas, em nosso entendimento e de acordo com a nossa proposta, continuariam necessitando da validação por uma assembleia geral de cotistas, nos termos da regulamentação aplicável.

⁸ A indústria de investimentos cresce e se aprimora a cada ano, proporcionando a criação de mecanismos e estruturas inovadoras capazes de conferir retorno e gestão profissionalizada aos investidores. Como reflexo desses avanços, a indústria de investimentos no Brasil praticamente triplicou nos últimos anos (de R\$ 9 trilhões, em 2015, para quase R\$ 27 trilhões, em 2019), período no qual o

com a necessidade de criação de estruturas alternativas que continuem garantindo a segurança desse mercado e, de quebra, auxiliem esta D. CVM na sua fiscalização, principalmente com questões relativas a atuação dos prestadores de serviços essenciais, enquadramento e elegibilidade de ativos, marcação a mercado e erros operacionais.

III. DIVULGAÇÃO E TRANSPARÊNCIA DA TAXA DE DISTRIBUIÇÃO

A. Contextualização

A divulgação e transparência das taxas aplicáveis aos fundos de investimento mostrou, ao longo dos anos, ser um tema de suma importância ao mercado de capitais. Nesse sentido, esta D. CVM entendeu por oportuno aprimorar e modernizar as regras relativas à divulgação dos custos cobrados dos investidores, em especial aqueles relacionados à administração, gestão, performance e custódia.

Ao dispor sobre isso no Edital, esta D. CVM trouxe à tona um tema que, por sua natureza, por vezes extrapola a indústria de fundos, ao passo que enseja discussões na indústria de mercado de capitais como um todo (e.g., discussões sobre remuneração de distribuidores, distribuições independentes e bancárias, assim como remuneração por comissão de vendas).

Sob esse aspecto, é importante ressaltar que a nossa proposta visa uma aplicabilidade abrangente, ou seja, para toda a indústria, de forma a não criar assimetrias regulatórias entre os produtos ou, ainda, induzir os investidores a erro – na medida em que poderia passar uma imagem que somente os fundos são “taxados”, o que não é uma verdade.

Isto posto, é possível notar que a figura do distribuidor vem ganhando cada vez mais preponderância na indústria de fundos, atuando não apenas como ente regulado responsável pela distribuição de valores mobiliários no âmbito do Sistema Brasileiro de Distribuição, mas também como um relevante intermediador de produtos através de plataformas de distribuição, de fácil acesso para o investidor e com alta capacidade pulverização no mercado.

Nessa esteira, a regra atual já prevê a obrigatoriedade de o regulamento dos fundos divulgarem, de maneira clara, quais são os encargos aplicáveis a cada fundo, sejam eles estruturados ou FIF. Ocorre que, a forma como referidas taxas são divulgadas atualmente no mercado não indica com a necessária clareza questões relacionadas ao recebimento de rebates e/ou reversões de taxas.

A CFASB entende que mais importante do que a obrigatoriedade de divulgação, a forma como as taxas serão disponibilizadas ao mercado é que, de fato, o que fará diferença para aprimorar a interlocução e a compreensão do investidor sobre o assunto (i.e., obrigações periódicas, grau de *disclosure*, etc.). Embora exista, no ordenamento jurídico atual, a obrigação de informar os cotistas ao menos a taxa *flat* dos serviços de administração, o excesso de complexidade verificado no cálculo do pagamento de determinados encargos do fundo aos seus prestadores de serviço dificulta o entendimento, pelos investidores, do racional por trás de cada encargo cobrado – como ocorre com pagamentos referentes à taxa de distribuição (e os procedimentos de rebate, reversão, etc). Isso decorre principalmente do fato de que as peculiaridades por trás da cobrança

orçamento anual destinado pelo governo para a indústria caiu pela metade, passando de R\$ 61 milhões em 2014 para R\$ 30,5 milhões em 2019. Fonte: <https://economia.uol.com.br/noticias/redacao/2021/01/23/vigia-do-mercado-busca-tenta-correr-atras-da-explosao-da-bolsa.htm>.

de cada encargo ultrapassam, por vezes, o *know-how* que cada investidor possui (i.e., disposições mais técnicas/complexas).

Dessa maneira, concordamos com esta D. CVM que a divulgação da taxa de distribuição e suas particularidades proporcionará avanços à indústria (e.g., a política de remuneração do distribuidor, a possibilidade de verificar se há rebate, e se o mesmo ocorre com reversão parcial ou total e, ainda, via fundo espelho ou *cash back*), mas ressaltamos a importância de se estabelecer a forma como isso deverá ocorrer, bem como que essa obrigação seja estendida aos demais ativos regulados por esta D. CVM e outros reguladores.

Vale ressaltar, por fim, que, a nosso ver, a liberdade de negociação e contratação das partes (i.e., gestor e distribuidor) não deve ser excluída ou deixada em segundo plano com esse *disclosure* da taxa de distribuição, uma vez que os acordos bilaterais que regem as relações existentes entre cada um desses prestadores de serviço são cruciais para o ordenamento jurídico brasileiro e tem como objetivo fomentar a indústria de mercado de capitais. Independente disso, a possibilidade de celebração de acordos bilaterais para tratar, de maneira pormenorizada, dos direitos e obrigações do gestor e do distribuidor, não deveria excetuar a necessidade de divulgação das informações que venham a ser necessárias para cada investidor realizar, sempre de maneira clara, transparente e ética, os seus investimentos nos fundos.

B. Estrutura proposta para a divulgação da taxa de distribuição

Relatório anual do distribuidor

Para fomentar a transparência aos investidores e trazer meios concretos para que haja um amadurecimento da indústria com relação a este tema, a CFASB propõe que a divulgação da taxa de distribuição efetiva cobrada, inclusive de todos os fundos de terceiros, seja disponibilizada através de relatório disponibilizado por cada distribuidor aos seus clientes, no âmbito de outras divulgações e informes já disponibilizados pelo distribuidor em seus canais aos clientes.

Essa sugestão leva em consideração que os custos de distribuição podem ser negociados “emissão a emissão”, ao contrário do que ocorre com demais contratações de prestadores de serviços dos FIF (cujos serviços são perenes no âmbito do fundo), bem como a natureza do relacionamento mantido entre o distribuidor e seus clientes (investidores).

Para tanto, o relatório deverá ser anual e especificar, de maneira clara, todas as características, remunerações recebidas e encargos aplicáveis a cada distribuidor, o qual incluirá, sem se limitar **(i)** a política/forma de remuneração do distribuidor, com divulgação de todas as taxas anuais aplicáveis sobre cada produto e, inclusive, as possíveis relações de tal remuneração com as taxas e comissões pagas no âmbito da distribuição, **(ii)** a existência de pagamento de rebate, com reversão via fundos espelhos ou *cash back*, bem como demais especificidades na medida que seja aplicável, **(iii)** a incidência de taxas de administração em estruturas *master-feeder*, inclusive taxas de administração de eventuais veículos e fundos constituídos em outras jurisdições que não o Brasil existentes em tais estruturas; e **(iv)** a identificação das demais taxas devidas aos prestadores de serviços do fundo e dos fundos investidos no contexto da “Taxa Total de Serviços”

estabelecida na parte geral da AP 08/20⁹, incluindo, mas não se limitando, eventuais taxas de rebate, distribuição ou acordo de remuneração. Sem prejuízo do disposto acima, nas estruturas de fundos de fundos (de gestão própria ou de terceiros) deverá ser informada a taxa efetiva paga pelo fundo investidor no extrato mensal do cliente.

Conforme disposto ao longo deste pedido, o relatório anual mencionado acima deverá ser obrigatório a todos os produtos financeiros regulamentados por esta D. CVM, para que essa não seja uma obrigação exclusiva da indústria de fundos. Portanto, entendemos ser pertinente a criação de uma regulamentação única aplicável a todos os distribuidores, cujas especificidades poderão ser segregadas por produto e perfil de cliente.

A sugestão de que essa divulgação seja movida do regulamento do FIF para referido relatório também visa preservar a livre concorrência no mercado de capitais, ao passo que cada distribuidor oferece serviços de distribuição considerando o seu relacionamento comercial. Nesse sentido, é mantido o objetivo de um *disclosure* efetivo aos investidores (ao se divulgar o “custo efetivo de distribuição”), em contrapartida à potencial obrigação de inclusão de valor máximo no regulamento do FIF, que – a nosso ver – poderia culminar em mera inclusão de valor total potencial, sem efetiva discriminação dos valores efetivamente cobrados dos cotistas.

Canal de comunicação entre os distribuidores e clientes

Sem prejuízo da disponibilização dos relatórios anuais, será permitido a cada cliente, ao assinar um termo de adesão disponibilizado pelo distribuidor, solicitar informações adicionais, as quais incluirão **(i)** as taxas; e **(ii)** os acordos celebrados com o administrador, gestor e outros prestadores de serviços.

A CFASB entende que esse canal de comunicação agrega a transparência necessária aos investidores, sem que o distribuidor esteja obrigado a divulgar informações eventualmente protegidas por acordos de confidencialidade a terceiros (não clientes).

IV. PORTABILIDADE DE FUNDOS E ALTERAÇÃO DE PRESTADORES DE SERVIÇOS E COTISTAS

A. Contextualização

Conforme demonstrado ao longo deste pedido, a indústria de fundos passou por grandes inovações nos últimos anos. Embora seja possível notar um aprimoramento constante na regulamentação, ainda restam lacunas que dificultam que os fundos se tornem ainda mais atrativos para os investidores brasileiros, como é o caso, por exemplo, das dificuldades operacionais relacionadas à substituição de prestadores de serviços ou, ainda, da impossibilidade de cotistas migrarem entre os fundos (portabilidade).

⁹ Artigo 2º, XXXIV: “montante total das taxas, na forma de percentual do patrimônio do fundo, que incidem sobre o fundo de forma a remunerar todos os seus prestadores de serviço (base 252 dias)”.

Para exemplificar, a regulamentação de seguros permitiu¹⁰, em um período em que já havia uma procura por custos menores e mais justos, ganhos acima da inflação e estratégias que se adequem a uma realidade financeira de juros baixos, que diversos investidores optassem pela portabilidade dos planos de previdência, o que fez referidos pedidos aumentarem exponencialmente desde 2014¹¹. Ao contrário do que já ocorre na indústria de previdência, essa portabilidade (i.e., portabilidade entre fundos classes, e subclasses) ainda não é permitida e regulamentada pela indústria de fundos, motivo pelo qual alguns investidores avaliam a indústria da previdência como mais vantajosa quando comparada a de fundos. Não raras são as situações em que, sem a possibilidade de transferir os recursos entre os fundos, o investidor necessita resgatar e reinvestir (com a conseqüente incidência de imposto sobre os rendimentos, no momento do resgate).

B. Alteração dos prestadores de serviço

Embora a AP 08/20 seja clara sobre os procedimentos padrão que devem ser adotados para substituir a figura do administrador, do gestor, do custodiante e do distribuidor de fundos de investimento, não existe, na regulamentação, prazos que estabeleçam a obrigatoriedade de referidos prestadores de serviço disponibilizarem, ao fundo e ao novo prestador de serviço, conforme o caso, todas as informações necessárias e documentação que estava sob seus cuidados.

Nesse sentido, para fomentar uma maior celeridade ao processo citado acima, a CFASB propõe a esta D. CVM que sejam adotados critérios objetivos, após a destituição do prestador de serviços, como a obrigatoriedade de serem entregues todos os documentos que estavam sob sua guarda, transferência de posições de custódia e demais procedimentos operacionais necessários à transferência, os quais deverão ser realizados em um prazo máximo de 60 dias, sob pena de aplicação de multa.

C. Alteração de distribuidor por fundo

A medida em que a indústria evoluiu, a figura do distribuidor passou a ganhar cada vez mais importância, em especial para a indústria de fundos constituídos sob a forma de condomínio aberto, vez que é comum a contratação de um único distribuidor pelo prazo de duração do fundo. Ainda, a figura do distribuidor passou a ser responsável, em certos casos, pelos passivos fiscais, informes de rendimento, dentre outros temas que são de suma importância à indústria de fundos.

Mas, apesar dessa constante evolução, a AP 08/20 permaneceu omissa com relação a mecanismos que possibilitem ao gestor e/ou investidor solicitar a troca de um distribuidor, sem que isso interfira no operacional do FIF. Essa discussão é mais comum na indústria de fundos abertos, vez que a distribuição de cotas ocorre, via de regra, de maneira contínua (i.e., ao contrário do que ocorre na indústria de fundos estruturados, onde há contratação específica de distribuidor para cada oferta pública, sejam elas ofertas reguladas pela Instrução CVM n.º 400,

¹⁰ A portabilidade de fundos de previdência privada só permite a migração entre planos da mesma modalidade, mas, respeitada essa regra, **o investidor pode fazer uma portabilidade externa, entre instituições financeiras distintas, ou interna, entre ativos de uma mesma casa de investimentos.**

¹¹ <https://www.infomoney.com.br/onde-investir/portabilidade-de-previdencia-privada-o-que-voce-precisa-saber-para-trocar-de-plano/>.

de 29 de dezembro de 2003, conforme alterada ou pela Instrução CVM n.º 476, de 16 de janeiro de 2009, conforme alterada).

Consequentemente, nota-se que há uma maior abertura para que gestores de fundos estruturados negociem acordos bilaterais referentes à distribuição de cotas e, embora a CFASB entenda que também sejam celebrados acordos bilaterais com o distribuidor de FIF à época do início da distribuição das cotas, há que se considerar que tais acordos possuem prazos superiores aos vistos na indústria de fundos estruturados fechados, os quais costumam perdurar somente até o encerramento da oferta pública.

Nesse sentido, a CFASB entende que a regulamentação deveria prever métodos mais céleres para permitir ao gestor ou mesmo ao investidor alterar o distribuidor caso entenda que há opções mais vantajosas no mercado para o FIF e seus cotistas, especialmente após as inovações que a Lei da Liberdade Econômica trouxe com o objetivo de estabelecer garantias de livre mercado.

Desta maneira e, em linha com a proposta da CFASB mencionada no item "B" acima, defendemos a adoção de uma regulamentação que disponha de critérios objetivos que permitam a substituição de distribuidores (em especial de fundos abertos), a qual deverá estabelecer, inclusive, a possibilidade de alteração dos *fees* de distribuição, procedimentos concretos para a efetiva entrega de todas as informações e documentos sob pena de aplicação de multa e etc.

D. Possibilidade de os cotistas migrarem entre fundos, classes e subclasses

Em linha com a portabilidade vista na indústria de previdência e, com fulcro na Lei da Liberdade Econômica, a CFASB gostaria de suscitar a esta D. CVM maiores discussões acerca da adoção de mecanismos que permitam a portabilidade dos cotistas entre fundos, classes e subclasses.

Referida portabilidade deve fomentar consideravelmente a indústria, na medida em que proporcionará flexibilidade aos investidores. Sob esse aspecto, a portabilidade permitirá aos cotistas trocarem, de maneira mais simples, investimentos, adequando-os aos interesses individuais de cada um (interesses que poderão sofrer alterações ao longo do tempo, sem que os cotistas fiquem presos a eles).

A CFASB propõe a esta D. CVM a possibilidade de os cotistas portarem entre fundos, classes e subclasses. A nosso ver, a permissão para a portabilidade entre fundos, classes e subclasses seria uma forma viável de fomentar essa nova estrutura proposta pela AP 08/20.

A partir dessa estrutura, entendemos ser possível realizar, pelo menos da perspectiva regulatória, a portabilidade dos cotistas de um fundo, classe e subclasse – sem a necessidade de se realizar o resgate das cotas.

Em linha com as discussões recentes de modernização da regulamentação relativa a *open banking* e *open finance*, esse modelo seria vantajoso para o investidor, pois permitiria aos cotistas migrarem para fundos, classes e subclasses diferentes, tendo, desta maneira, a possibilidade de acesso a termos e condições distintos, inclusive no que se refere a taxas, prestadores de serviços

e etc. Essa estrutura, somada às inovações mencionadas acima para as taxas de distribuição, poderá ser um caminho mais transparente e eficiente que as estruturas atuais de *master-feeder*¹².

Sem prejuízo, a CFASB entende que esse tema deve ser objeto de maiores discussões com esta D. CVM e outros órgãos, conforme necessário, motivo pelo qual nos colocamos à disposição para auxiliá-los em tais discussões, bem como na elaboração de uma regulamentação sobre o tema.

V. NOVA TERMINOLOGIA PARA FIF REGULADOS PELO ARTIGO 43, §§ 1º E 2º DO EDITAL

A AP 08/20 inovou positivamente ao permitir que fundos destinados ao público varejo possam, atendidos determinados requisitos, investir até 100% de sua carteira em ativos financeiros no exterior (como já ocorria para investidores qualificados).

Ocorre que, apesar de os fundos regulados pelo artigo 43 do Anexo I do Edital possuírem requisitos adicionais, ainda não existe no ordenamento jurídico uma diferenciação entre os diferentes tipos de fundos que investem no exterior, como ocorre com os BDR, por exemplo.

Nesse sentido, a nossa sugestão é criar uma nomenclatura específica para cada um dos FIF regulados pelo artigo 43 do Edital, de forma a categorizar esses fundos. Na nossa visão, a ausência de categorização dificulta a diferenciação desse tipo de produto, inclusive no que tange a outras regras editadas por esta D. CVM, pela Superintendência Nacional de Previdência Complementar (PREVIC) e pela Superintendência de Seguros Privados (SUSEP).

A categorização dos fundos regulados pelo artigo 43 e §§ 1º e 2º facilitará a identificação dos fundos de acordo com o nível de requisito e risco envolvido, bem como permitirá maior clareza para o mercado. Sendo assim, a CFASB propõe a adoção das seguintes terminologias para diferenciar os FIF regulados pelo artigo 43 do Edital:

- A. Fundos de Investimento no Exterior Nível III: os fundos destinados ao público em geral que atenderem a todos os critérios estabelecidos no artigo 43, § 2º serão, nos termos aqui propostos, considerados como "Fundos de Investimento no Exterior Nível III".
- B. Fundos de Investimento no Exterior Nível II: os fundos destinados a investidores qualificados que atenderem a todos os critérios dispostos no artigo 43, § 1º (antigo Anexo 101) serão considerados como "Fundos de Investimento no Exterior Nível II".
- C. Fundos de Investimento no Exterior Nível I: os fundos destinados a investidores em geral ou qualificados, respeitados os limites dispostos na AP 08/20, que não atendam a critérios extras de fiscalização, serão considerados como "Fundos de Investimento no Exterior Nível I".

A nosso ver, a categorização acima permitirá a esta D. CVM, à SUSEP e/ou à PREVIC, conforme o caso, conferir o tratamento devido a cada tipo de fundo, principalmente com relação à

¹² Cumpre-nos ressaltar que o modelo proposto acima para portabilidade de subclasses não deverá ser confundido com as transferências vistas no mercado secundário de cotas, o qual enseja fato gerador de impostos e possui regulamentações específicas, bem como entendimentos por parte da B3.

aplicabilidade e dispensa dos limites de concentração por ativo e por emissor, como ocorre na indústria de BDR. A título exemplificativo, determinados veículos poderão investir ilimitadamente em "Fundos de Investimento no Exterior Nível III", por se tratar de um fundo com regras robustas para investimento no exterior, diminuindo, assim, a exposição de risco, contudo, terão limites mais rígidos para investimento em "Fundos de Investimento no Exterior Nível I".

Por fim, a CFASB entende que as propostas acima elencadas podem contribuir de maneira positiva na categorização dos fundos regulados pelo artigo 43, §§ 1º e 2º, principalmente quando analisados em conjunto com os demais fundos regulados pelo Anexo I do Edital. Do mesmo modo, essas mudanças permitirão, tanto aos investidores quanto à PREVIC e à SUSEP, uma maior clareza da nomenclatura de fundos que atendem, por exemplo, os requisitos do antigo anexo 101 da Instrução CVM 555.

VI. EXPOSIÇÃO A RISCO

Responsabilidade limitada

A AP 08/20 estabelece, em sua Seção VIII, as regras relativas à exposição a risco de capital. A nosso ver, referido tema somente é aplicável para fundos de investimentos cuja responsabilidade dos cotistas seja ilimitada, e não para todas as classes de fundos destinadas ao público em geral.

Nesse sentido, a CFASB defende a supressão de toda a Seção VIII da AP 08/20, vez que, além de não ser aplicável a fundos cuja responsabilidade é limitada, também não reflete de maneira satisfatória as necessidades vistas hoje na indústria de fundos para o tema de alavancagem e exposição a risco de capital, conforme será melhor especificado abaixo.

Para tanto, a CFASB entende que todas as discussões relativas a alavancagem, cobertura, margem de garantia e exposição a risco de capital, com o objetivo de estabelecer uma nova regulamentação sobre o tema, deverão estar circunscritas somente a fundos de investimentos cujos cotistas possuam responsabilidade ilimitada, uma vez que somente nesta hipótese haverá a possibilidade de o investidor ter que aportar recursos adicionais no fundo para cobrir um eventual patrimônio líquido negativo.

Na nossa visão, a proposta acima está em linha com o previsto na Lei da Liberdade Econômica, a qual estabelece garantias de livre mercado e dispõe sobre a possibilidade de limitar a responsabilidade de cada investidor ao valor de suas cotas.

De toda forma, a CFASB entende que há, além dos riscos de exposição a um patrimônio negativo mencionados na seção VIII da AP 08/20, riscos sistêmicos intrínsecos à indústria de fundos de investimento que devem ser discutidos de maneira mais detalhada e que derivam, ao menos em parte, do uso de derivativos. Quando tratamos de fundos com responsabilidade limitada, acreditamos que o foco das discussões sobre risco (em especial os sistêmicos), está relacionada às contrapartes dos fundos com responsabilidade limitada (uma vez que não há qualquer obrigação para que cotistas aportem recursos adicionais para honrar os débitos existentes), as quais incluem, mas não se limitam, a **(a)** instituições financeiras, **(b)** bolsa de valores, e **(c)** entidades do mercado organizado, no caso de operações de balcão cursadas com garantia).

Sob esse aspecto, ressaltamos que as operações de derivativos em fundos de investimentos representam apenas uma parcela do mercado de derivativos e lembramos que, na crise financeira de 2008, o foco do risco sistêmico se deu fora da indústria de fundos, ocorrendo nos derivativos vendidos por tesouraria de bancos para empresas não financeiras.

Acreditamos, ainda, que esta D. CVM pode estar particularmente preocupada com o risco de mercado a que os fundos de varejo são eventualmente expostos, os quais podem, em parte, serem magnificados pelo uso de derivativos. Entretanto, entendemos que os derivativos não devem ser tratados separadamente dos ativos quando falamos em risco de mercado, de modo que a análise do portfólio total é extremamente relevante em tais casos. Sob esse aspecto, é comum que os prestadores de serviço dos fundos (em especial os destinados ao público varejo) utilizem derivativos para proteção da carteira (*hedge*), sendo comum a utilização de derivativos para reduzir riscos e trazer uma camada extra de proteção ao patrimônio do fundo, ainda que a bolsa de valores requeira um depósito de margem.

Assim, com fulcro nestas novas inovações trazidas pela Lei da Liberdade Econômica, sugerimos a esta D. CVM que seja discutido na nova regulamentação um aperfeiçoamento dos mecanismos existentes e da governança aplicável ao processo de gestão de riscos para fundos, em especial os que são destinados ao público varejo.

Responsabilidade ilimitada

Com relação à exposição a risco em fundos cuja responsabilidade é ilimitada, a CFASB é favorável ao crescente entendimento da indústria que propõe a adoção de determinadas métricas para analisar/mensurar a exposição a risco que cada fundo está exposto, sem que a regulamentação limite apenas uma métrica, dado que cada fundo possui uma política de investimento específica e opera de forma específica, sempre em linha com o melhor interesse dos cotistas.

Sob esse aspecto, é importante ressaltar que, conforme mencionado por esta D. CVM no *paper* "Alavancagem em Fundos de Investimento", elaborado em conjunto com a Assessoria de Análise e Pesquisa em julho de 2016, definições de alavancagem e exposição a risco, especialmente no contexto de fundos de investimento, muitas vezes envolvem os objetivos do seu uso, assim como os riscos/impactos inerentes à utilização da alavancagem. Logo, torna-se mais complexo a elaboração de uma definição padrão do que seria considerado "alavancagem em fundos de investimento".¹³

Logo, a CFASB entende ser possível, assim como esta D. CVM e outros *players* do mercado, que os prestadores de serviços essenciais possam, a depender das características específicas de cada fundo, escolher uma metodologia específica para exposição a risco e alavancagem, a qual estará de acordo com a política de investimento de cada fundo e, conseqüentemente, com os interesses dos cotistas.

¹³ Referido documento traz, dentre outros conteúdos, menção à citação feita pela gestora BlackRock: "o uso pode ser estrutural, isto é, utilizado consistentemente para adquirir exposição econômica, de acordo com os mandatos do fundo, ou então temporário, de curto prazo, com o objetivo de obter recursos para pagamento de resgates, evitando-se o desmonte desfavorável de posições ativas com menor liquidez". É possível notar, portanto, que não há um padrão único de utilização de alavancagem na indústria (incluindo a de fundos) que permita a elaboração de uma definição única para todos os *players* de mercado.

Para tanto, a CFASB entende ser necessário realizar maiores discussões sobre metodologias para cálculo de exposição a risco (sejam estas metodologias novas ou já existentes no mercado internacional) e se coloca à inteira disposição para discutir com uma maior profundidade métricas e soluções relacionadas a este tema com esta D. CVM, de modo a viabilizar a elaboração de uma nova seção que trate sobre o tema.

VII. TAXA FOCAL

A indústria de fundos estabelece, para o cálculo/pagamento de taxas de administração e gestão, um modelo de cobrança de taxa única, independente do desempenho visto pelo fundo ao longo do tempo.

A CFASB acha importante ressaltar que, embora referida metodologia esteja consolidada em nosso ordenamento jurídico e mostrou-se útil para os fundos de investimento ao longo dos anos, a mesma não reflete padrões vistos atualmente na indústria internacional de fundos, decerto porque não há, na regulamentação vigente, possibilidade de o gestor adotar modelos alternativos de cobrança da taxa de gestão, motivo pelo qual a CFASB propõe um modelo alternativo, o qual será denominado de "taxa focal", baseado em um fator de correção, conforme será disposto abaixo.

Ao longo dos últimos anos, a indústria internacional de fundos passou a adotar, como modelo alternativo, a chamada "*fulcrum fee*", a qual permite uma variação do valor a ser pago ao gestor a depender do desempenho do fundo¹⁴. Por meio da *fulcrum fee*, é permitido ao gestor estabelecer no regulamento do fundo uma escala, para que seja possível incidir uma porcentagem maior no pagamento da taxa de gestão caso o desempenho do fundo fique acima de um determinado índice de desempenho (*benchmark*), e, do mesmo modo, uma porcentagem menor caso o desempenho fique abaixo do esperado. Nessa seara, é possível realizar uma cobrança variável, de acordo com a performance do fundo em um determinado período.

Em resumo, por intermédio desta taxa, propõe-se um modelo alternativo de cobrança da taxa de gestão tendo em vista que, nos moldes atuais, a mesma não possui qualquer possibilidade de variação, independente do fundo atingir ou não seu *benchmark*. Ocorre que, com o advento da pandemia, os gestores passaram a adotar um mecanismo de "desconto da taxa de gestão", com o intuito de preservar o cotista em um momento de incertezas e de performance atípica das carteiras.

A CFASB entende que a adoção de um fator de correção de taxa de gestão, similar à *fulcrum fee*, permitiria aos gestores adotarem fórmulas que pudessem levar em conta, por exemplo, questões mercadológicas, de modo que descontos mencionados acima seriam substituídos por um mecanismo mais transparente – caso o fundo deixasse de ter rentabilidade compatível com o cenário econômico. Somado a isto, a adoção dessa cobrança alternativa trará um alinhamento maior entre os encargos e a rentabilidade do fundo, em especial para os fundos destinados ao varejo, uma vez que os gestores terão um desestímulo para assumir riscos elevados que possam impactar a performance do fundo, da mesma forma que acontece hoje com as taxas de performance.

¹⁴ Sob esse aspecto, a SEC já permite a adoção da chamada "*fulcrum fee*"; vide (<https://etfdb.com/etf-education/learn-about-fulcrum-fees/>) (matéria elaborada em inglês).

Ressaltamos que essa proposta foi pensada a partir do disposto no relatório elaborado pela *European Securities and Markets Authority* (ESMA), o qual dispõe sobre “Diretrizes sobre taxas de desempenho em *Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities* (UCITS) e *Alternative Investment Fund* (AIF)”¹⁵. O relatório estabelece que gestores de UCITS deveriam, como princípio, cobrar taxas de performance com base no mecanismo da *fulcrum fee*, o qual atrela o pagamento das taxas ao desempenho do fundo. Para tanto, eles entendem que a adoção desse mecanismo estabelece um alinhamento positivo entre os interesses dos gestores e dos investidores, além de favorecer simetrias do pagamento das taxas com os resultados do fundo, assim como o desincentivo a tomada de riscos, a depender da política de investimento e do público alvo do fundo – consequentemente, esse mecanismo poderá ser utilizado em fundos destinados ao público varejo para traçar métodos mais conservadores de investimento.

Com base em todo o exposto, a CFASB propõe, de maneira similar à *fulcrum fee*, os seguintes dispositivos para a taxa focal:

- I. Taxa focal. Será delimitada uma taxa que será utilizada como base de cobrança para o FIF, podendo ser livremente estabelecida pelo gestor. A partir dessa base, o gestor deverá estabelecer um intervalo de variação para a taxa focal.
- II. Simetria. O intervalo de variação da taxa deverá ser simétrico, isto é, os limites mínimos e máximos de variação devem ser idênticos. Por exemplo, caso a taxa focal seja de 1% e o intervalo de variação de 50%, a taxa a ser efetivamente aplicada irá variar entre 0,5% e 1,5%¹⁶.
- III. Benchmark. O gestor estabelecerá um *benchmark*, o qual deverá estar de acordo com a política de investimento do FIF, garantindo um alinhamento positivo entre os interesses dos gestores, do FIF e dos investidores.
- IV. Fator de conversão do desempenho. Após a definição da taxa focal, da simetria e do *benchmark*, o gestor estabelecerá um fator de conversão que impactará, de maneira positiva ou negativa, a taxa focal. A título exemplificativo, caso o fator de conversão seja fixado em 1, uma performance do FIF, que em um determinado período, ultrapasse em 10% a performance do *benchmark* será traduzida em um aumento de 10% da taxa focal. Um fator de conversão mais agressivo, de 2, por exemplo, levará a um aumento de 20% da taxa focal. Por outro lado, devido à simetria, esse mesmo fator levará a uma redução maior da taxa cobrada, caso o desempenho do fundo seja inferior ao do *benchmark*.

Percebe-se que a simetria é o elemento mais importante da *fulcrum fee* por permitir um melhor alinhamento entre o retorno gerado para o FIF e os valores a serem pagos aos gestores (i.e., estabelece um maior retorno ao gestor a depender da superação do *benchmark*, ao passo que o pagamento do gestor será reduzido para retornos inferiores ao *benchmark*). Mitiga-se, assim, o risco de que a remuneração por desempenho incentive indevidamente a tomada de riscos por

¹⁵ Vide https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma34-39-992_guidelines_on_performance_fees_en.pdf (documento elaborado em inglês).

¹⁶ Não haveria limite ao intervalo de variação, mas naturalmente, dado que o valor mínimo da taxa não pode ser inferior a 0, ele não poderá ser maior que 100%. Isso implicaria, no nosso exemplo, em uma taxa máxima de 2% e mínima de 0%.

parte dos gestores e se garante que os parâmetros de livre escolha (intervalo de variação e fator de conversão) funcionem para os dois lados – o que também mitiga a possibilidade de os gestores serem muito agressivos ao fazerem suas opções.

A CFASB propõe, ainda, que a taxa focal **(a)** seja estabelecida em bases anuais e cobrada com uma periodicidade mínima mensal, e **(b)** deva dispensar o estabelecimento do mecanismo da marca d'água, nos termos da regulamentação desta D. CVM. De fato, se o gestor fosse autorizado a elevar sua remuneração apenas se, além de superar o *benchmark*, recuperasse perdas passadas, seria criada uma assimetria que desincentivaria a adoção do mecanismo (afinal, não há mecanismo semelhante ao proposto aqui que evite a redução da taxa quando o gestor não supera o *benchmark*). Como explicamos, a simetria da taxa focal é o principal mecanismo de alinhamento dos interesses e sua quebra, em favor dos investidores, inviabilizaria a adoção da regra.

Por fim, nota-se que a marca d'água pode criar, em certas hipóteses, um desincentivo à gestão em momentos de elevadas perdas nos mercados que, conforme a indústria tem notado, só são recuperáveis, via de regra, após um longo período de tempo. Em contrapartida, a taxa focal proposta nos moldes aqui expostos, além de ser cobrada com uma periodicidade mínima mensal, possuirá um alinhamento constante.

A nosso ver, a proposta acima mostra-se uma alternativa viável à estrutura usada atualmente para realizar a cobrança da taxa de gestão, a qual, nos moldes atuais, representa sempre uma taxa fixa, sem levar em conta a performance atingida pelo fundo. Nesse sentido, propomos a esta D. CVM que seja prevista na regulamentação de fundos a possibilidade de se adotar referida estrutura, baseada na chamada "*fulcrum fee*".

VIII. ALTERAÇÕES À CLASSIFICAÇÃO DOS "FUNDOS CAMBIAIS"

Conforme mencionado no início deste pedido, a indústria de fundos representa hoje mais de R\$ 6,1 trilhões, segundo os dados da ANBIMA. Desse total, a classe cambial representa somente cerca de R\$ 6,874 bilhões, parcela muito inferior que as demais classes de fundos, como é o caso, por exemplo, de renda fixa e multimercado (as quais, inclusive, também possuem ativos atrelados a risco/variação de moeda).

Somado a isso, a nosso ver, existem certos problemas estruturais relacionados aos fundos cambiais que necessitam ser discutidos, como é o caso da falta de clareza, por parte dos investidores, de quais fundos investidos por eles são, de fato, fundos cambiais, vez que também há fundos renda fixa e multimercado que possuem exposição a risco de moeda. Além deste ponto, verifica-se na prática uma nítida falta de padronização dos sufixos adotados por fundos cambiais (e.g., fundos que utilizam o sufixo "dólar", enquanto outros utilizam "USD").

Em contrapartida a tais problemas, cresce na indústria brasileira a constituição de fundos renda fixa e multimercado que possuem uma exposição a câmbio preponderante, os quais dispõem de estruturas mais consolidadas e com uma maior relevância econômica. Nesta seara, o que se vê, no mercado de fundos atual, é uma constante redução na incidência de fundos classificados como "cambiais", e a crescente constituição de fundos classificados como "multimercado" ou "renda fixa" que possuam em suas carteiras ativos atrelados à variação de preços de moeda estrangeira.

Ante o exposto, a CFASB propõe, nos moldes já existentes para fundos cuja concentração se dá em créditos privados, a exclusão da classificação “cambial” no Anexo I do Edital, de modo que o atual “fundo cambial” se torne um sufixo para os fundos renda fixa e multimercado. Dessa maneira, os fundos renda fixa ou multimercado que realizarem aplicações atreladas à moeda estrangeira em percentual superior a 67% de seu patrimônio líquido deverá incluir à sua denominação o sufixo da moeda estrangeira a que esteja atrelado.

A nosso ver, além de facilitar a estrutura atual e trazer uma maior padronização à indústria de fundos (vez que tanto fundos renda fixa quanto multimercado já possuem exposição a câmbio), referida alteração conferirá maior clareza aos investidores e aos *players* do mercado.

IX. EXPANSÃO DO CONCEITO DE “SOCIOAMBIENTAL” PARA TODOS OS FUNDOS DE INVESTIMENTO

Como forma de incentivo ao desenvolvimento de projetos voltados à economia sustentável e de baixo carbono, o Edital propõe a criação de uma nova categoria de fundo de investimento em direitos creditórios (“FIDC”), qual seja, o “Socioambiental”. Espera-se que com isso os gestores dos FIDC “Socioambientais” incentivem os originadores de direitos creditórios a buscar projetos que ofereçam benefícios socioambientais, fomentando o mercado de ativos “verdes”.

Para tanto, em sua gestão, a CFASB acredita que referida iniciativa é positiva para o mercado e está em linha com o aumento significativo de fundos que buscam incorporar aspectos ESG (*Environmental, Social and Governance*)¹⁷. Diante disso, a CFASB propõe a esta D. CVM que a categoria “Socioambiental” seja incorporada a todos os tipos de fundos de investimento, incluindo os FIF, desde que sejam atendidos determinados requisitos, incluindo **(a)** à obrigação dos investimentos serem alocados preponderantemente em ativos que gerem benefícios socioambientais, em suas mais variadas formas; **(b)** à adoção de indicadores ESG; e **(c)** à elaboração de relatórios periódicos acerca dos resultados socioambientais.

A CFASB entende que essa proposta fomentará ainda mais a realização de investimentos socioambientais pelos prestadores de serviços essenciais, contribuindo positivamente para que o crescimento da indústria de fundos esteja atrelado à investimentos que gerem impactos sustentáveis.

X. DA CONCLUSÃO

Diante do exposto acima, a CFASB acredita ser de suma importância adotar, gradativamente e em conjunto com esta D. CVM, todas as propostas mencionadas acima, as quais vão contribuir positivamente para elevar o padrão do mercado brasileiro a padrões internacionais, como os Estados Unidos.

No mais, colocamo-nos à disposição para discutir a sugestão ora encaminhada ou qualquer outra que possa surgir com relação ao assunto. Para tanto, solicitamos a gentileza de endereçar quaisquer comunicações ao contato indicado abaixo:

¹⁷ Sob esse aspecto, dados da ANBIMA mostram que o patrimônio líquido de fundos de ações que possuem características ESG cresceu 45,9% em 2020, somando R\$ 817,9 milhões (vide <https://valor.globo.com/publicacoes/suplementos/noticia/2021/02/02/oferta-de-fundos-aumenta-e-patrimonio-sobe-459-em-2020.ghtml>).

Associação CFA do Brasil

Avenida Brigadeiro Faria Lima,
3729, 4º e 5º andar, Itaim Bibi,
São Paulo – SP, 04538-905

At.: Flavio Papelbaum

E-mail: flavio.papelbaum@cfasociety.org.br

Tel.: (11) 3010-4003

Sendo o que nos cumpria para o momento, subscrevemo-nos.

Cordialmente,

ASSOCIAÇÃO CFA DO BRASIL