

Nova regulação de fundos: sugestões para a CVM buscam modernização em linha com mercados internacionais

Enviamos, no último dia 15, sugestões para a [audiência pública](#) da CVM sobre fundos de investimento, que propõe a modernização das regras para fundos mútuos e FIDCs (Fundos de Investimento em Direitos Creditórios) – as atuais

[Instruções 555](#)

e

[356](#)

, respectivamente.

Com uma indústria mais madura e um cenário de juros baixos, nossas principais propostas buscam atender a demanda dos investidores por uma maior diversificação dos investimentos, com a ampliação de limites para investimento em ativos internacionais e em FIDC, por exemplo.

“Essa revisão é muito aguardada, pois é a oportunidade de darmos um novo salto em direção às práticas de mercados internacionais”, afirma Pedro Rudge, nosso diretor e um dos coordenadores das discussões sobre a audiência.

A Instrução 555 trouxe inúmeros avanços no seu lançamento, em 2014, mas a indústria de fundos evoluiu bastante de lá para cá. Na época, o patrimônio líquido do setor era de R\$ 2,7 trilhões e havia cerca de 14 mil fundos. Hoje, batemos a marca de R\$ 6 trilhões e são mais de 22 mil fundos à disposição dos investidores.

“A Lei da Liberdade Econômica, de 2019, deu mais clareza e criou conceitos que auxiliarão no funcionamento da indústria. Agora, chegou a hora de as regras refletirem as mudanças trazidas pela lei”, opina Luiz Chrysostomo, nosso diretor.

Também foram sugeridos aprimoramentos em conceitos da audiência, como os limites para alavancagem, a segregação de classes e as responsabilidades dos cotistas e prestadores de serviços. Ao mesmo tempo, foram propostas inovações não contempladas na minuta, a exemplo da implementação de mecanismos para gestão de risco liquidez, como linhas de empréstimos aos fundos e o side pocket.

A nossa resposta à CVM é resultado de um debate intenso que começou em dezembro de 2020. Ao todo, foram 111 horas de discussões, 46 reuniões com participação de 79 instituições e 152 profissionais do mercado. Eles foram divididos em grupos e cada um deles tratou de um tema: regras gerais, fundos mútuos e FIDC.

Confira abaixo as principais mudanças sugeridas pela ANBIMA na audiência pública:

REGRAS GERAIS

Responsabilidades dos prestadores de serviço

A audiência trouxe o conceito de prestadores de serviço essenciais dos fundos, que assumem a corresponsabilidade pela constituição do veículo: o gestor e o administrador. “Essa mudança trouxe o reconhecimento do trabalho do gestor e um peso maior às suas atribuições, uma vez que antes ele era um terceiro contratado pelo administrador”, avalia Rudge.

Apesar de a CVM ter mantido situações em que a solidariedade deve existir entre os prestadores de serviços (essenciais e contratados, chamados de complementares), na nossa opinião ela deve ser colocada em prática apenas em casos em que o prestador essencial delega voluntariamente uma atividade originalmente sua aos prestadores de serviços contratados.

Além disso, o regulador elencou oito situações em que o administrador deve fiscalizar as atividades do gestor e sugerimos que sejam mantidas apenas três: enquadramento dos ativos da carteira, negociação dos ativos a valor de mercado e a gestão de liquidez dos fundos. “Hoje, há excesso de responsabilidade em cima do administrador. O edital dividiu as atribuições e

diminuiu um pouco do peso, mas restaram atividades que podem ser melhor distribuídas”, opina Rudge.

Também foi pedida a troca da expressão “dever de fiscalização” por “dever de verificação” – verificação objetiva de determinada condição/situação do fundo, conforme definido na norma. Com isso, buscamos evitar regras genéricas de fiscalização de terceiros, que sempre trazem maior insegurança jurídica para os prestadores de serviços da indústria.

Segregação de classes

A audiência pública permitiu a segregação do fundo em classes e subclasses, mantendo o patrimônio líquido separado entre as classes, ou seja, cada fundo poderá ter quantas classes quiser, cada uma com patrimônio segregado das demais – caso um fundo tenha cinco classes, terá cinco patrimônios segregados. Abaixo da classe fica a subclasse, que pode segmentar condições de resgate, prazos, taxas de administração etc. O fundo passa a ser uma “casca” com classe e subclasse dentro deste guarda-chuva.

“É a oportunidade da indústria de fundos se aproximar ainda mais das estruturas existentes em outros países, por conta do potencial de criar fundos otimizados, com redução de custos, além de oferecer maior flexibilidade para a definição de condições comerciais dentro de um único fundo”, afirma Rudge.

No entanto, alguns ajustes precisam ser feitos para que a regra consiga ser implementada de forma mais abrangente. O principal deles está relacionado à tributação: sugerimos que as classes possam ter tratamentos tributários diferenciados dentro de um mesmo fundo. De acordo com Rudge, manter a mesma tributação faz com que a atratividade da criação de classes deixe de existir, uma vez que o gestor não poderá, por exemplo, ter uma classe de ações e outra de renda fixa no mesmo fundo.

Também foi solicitado ajuste a respeito da insolvência do fundo – a audiência determina que ela deve acontecer no fundo, mas isso vai na contramão do conceito de patrimônio segregado entre as classes. Para que não exista o risco de contaminação entre os patrimônios segregados, a sugestão da ANBIMA é que a insolvência seja no nível das classes e não do fundo como um todo.

Esse entendimento alcança também as demonstrações financeiras. A CVM pediu que o fundo e as classes tenham demonstrações, mas, uma vez que o fundo funcionará como uma casca, a sugestão é que a elaboração do documento seja feita somente com relação às classes.

Responsabilidades dos cotistas

Com a nova regulação, os fundos poderão ser formados com a possibilidade de responsabilidade limitada do cotista ao valor de seu investimento. Atualmente o cotista é responsável por todo patrimônio do fundo, independentemente do valor de suas cotas – isso significa que, hoje, se o fundo tiver perdas de patrimônio maiores que o dinheiro aplicado nele, o cotista pode ser chamado para fazer novos aportes para cobrir o prejuízo.

Apesar deste importante avanço, a proposta do regulador não abrange os fundos exclusivos. Na nossa percepção, o tratamento deve ser dado de forma igualitária a todos os cotistas.

“Sabemos que a CVM tem a preocupação de coibir casos específicos de abuso no uso da estrutura dos fundos exclusivos, mas acreditamos que não se deve regular pela exceção. Esses fundos possuem estruturas legítimas e amplamente utilizadas não somente por pessoas físicas e jurídicas, mas também por investidores institucionais, como é o caso das entidades abertas e fechadas de previdência complementar. Por isso, defendemos que este benefício deve estar disponível a todo o mercado”, explica Rudge.

Fundos de investimento mútuos

Internacionalização

A maior exposição dos fundos a ativos no exterior é um pleito anterior à audiência, inclusive enviado à CVM em 2020. A minuta atendeu um dos nossos pedidos: a permissão para que fundos destinados ao varejo invistam até 100% em ativos internacionais, caso sejam seguidas exigências adicionais definidas pela regulação.

“O tratamento do tema na audiência é uma evolução para o mercado, mas precisamos equiparar diversas regras existentes para dar aos investidores mais opções na hora de diversificar e mitigar os riscos, além de evitar arbitragens regulatórias”, opina Pedro.

Uma das sugestões é permitir que os fundos para público varejo e qualificado apliquem até 100% em ativos que já sejam ou possam ser lastro de BDRs (Brazilian Depositary Receipts), como ações, títulos de dívida de emissores estrangeiros e ETFs (Exchange Traded Funds) negociados no exterior. Esses papéis devem seguir alguns requisitos, por exemplo, o emissor deve ter registro no regulador de seu principal mercado, ter sede em país que tenha acordo de cooperação com a CVM, entre outros.

A proposta busca equiparar a regulação de fundos com a [Resolução CVM 3](#) sobre BDRs, que permitiu que os clientes do varejo invistam até 100% da carteira em BDRs, enquanto os fundos para os mesmos investidores podem aplicar, no máximo, 20% em papéis internacionais.

Também foi proposto o aumento do limite das aplicações dos fundos nos demais ativos no exterior. Para o varejo, a sugestão é que possam alocar até 40% da carteira lá fora – atualmente, o limite é 20%. Para os qualificados, a proposta é ampliar de 40%, limite atual, para 60%.

Alavancagem

A CVM propôs a definição de limites para exposição a risco de capital dos fundos destinados ao público em geral e aos investidores qualificados. O tema ainda não é tratado na regulação, mas, ao longo dos últimos anos, o regulador tem sido cobrado pelos organismos internacionais, como o FMI (Fundo Monetário Internacional), a Iosco (Organização Internacional das Comissões de Valores Mobiliários) e FSB (Conselho de Estabilidade Financeira), para tratamento do assunto.

No varejo, a CVM sugeriu o uso de até 10% do patrimônio líquido da classe para ser utilizado nas coberturas e margens decorrentes de exposição a risco de capital. Já para o qualificado, o limite é de 50%. As classes destinadas a investidores profissionais (aqueles com mais de R\$ 10 milhões investido), continuam sem limites, exceto quando definido em regulamento.

“Hoje, na hora de calcular as margens na B3, não há como diferenciar o valor da margem por finalidade da operação, por exemplo, se é para fins de alavancagem, hedge ou direcional”, explica Rudge. Além disso, o cálculo realizado pela B3 para definição da margem é baseado em um modelo proprietário da Bolsa. Ele considera as diversas posições de um determinado fundo e realiza os cálculos de chamada de margem com base em milhares de cenários. “Isso, entre outras questões, torna a sugestão da CVM inviável para o mercado”, complementa.

Foi sugerida, então, a aplicação de limites de acordo com a classe do fundo. A intenção é que seja considerada uma margem global, ou seja, incluindo as finalidades de alavancagem, hedge e direcional. Os fundos para investidores qualificados e profissionais, segundo sugestão da ANBIMA, não teriam limites de exposição a risco de capital.

Liquidez

Os mecanismos para gestão de liquidez dos fundos são bastante utilizados no mercado internacional, mas ainda não existem no Brasil. Apesar da audiência não tratar do tema, enviamos algumas sugestões.

“A falta de mecanismos em maior escala e apropriados para cada tipo de situação acaba por obrigar os prestadores de serviços a tomar atitudes extremas, como o fechamento dos fundos, causando ainda mais volatilidade no mercado e impactando os investidores, principalmente do varejo”, comenta Rudge.

Fizemos sugestões para a implementação de três principais ferramentas na nova regra da CVM: o side pocket, que é a possibilidade de dividir a carteira entre ativos líquidos e ilíquidos; os gates, que são definições de regras para determinados períodos de resgate; e permitir que os fundos tomem empréstimo de recursos. Para cada uma delas, elencamos regras mínimas, por exemplo, público-alvo, decisão de implementação, conteúdo informacional necessário nos documentos regulatórios e comunicação sobre a implementação.

Mencionamos, ainda, que está nos planos avançarmos com as conversas junto do mercado e regulador sobre o swing pricing (permite que o valor da cota seja flexível, ou seja, ajustada

conforme acontecem entradas e resgates). “Apesar de ser um eficiente mecanismo, existe maior complexidade operacional para sua implementação, por isso é preciso evoluir nas discussões para encontrar a melhor solução para a indústria”, afirma nosso diretor.

Ampliação dos limites para investimento em FIDCs

Outra proposta proativa foi a criação de um limite adicional de alocação para fundos que tenham “Crédito Privado” em seu nome, permitindo alocação adicional de 20% em classes de FIDCs. No entanto, para se beneficiarem desta ampliação de limites, os FIDCs devem disponibilizar informações adicionais da carteira à CVM. Nesses casos o limite de 20% poderia chegar até 40%.

“Esta sugestão visa atender duas demandas de mercado: ampliação dos limites de alocação de fundos de investimento financeiros em FIDCs e melhoria das informações de carteiras de FIDCs para seus investidores, sem aumentar de forma generalizada os custos de observância. Isto porque a adoção do regime de disponibilização adicional de informações é voluntária, não exigindo, portanto, alterações de procedimentos e custos para FIDCs que optarem por manter sua disponibilização de informações atual”, explica Marcelo Ferraz, coordenador da [Comissão de Direitos Creditórios](#) e do grupo que discutiu as regras da FIDCs da audiência.

Esses FIDCs devem cumprir determinadas condições, como regime fechado de cotas; a política de investimento deve prever a aplicação em direitos creditórios de uma mesma natureza; as cotas serem ofertadas publicamente, contando com prospecto e rating; e o administrador deve disponibilizar informações mais detalhadas (conforme fornecidas pelo gestor) sobre a carteira de ativos da classe.

FIDC

Modernização regulatória relevante

As propostas da CVM para FIDCs trouxeram várias modernizações regulatórias fruto do

desenvolvimento do mercado e de diálogo constante entre regulador e participantes. Dentre as principais, destacam-se: ampliação do público-alvo de FIDCs para além de investidores qualificados; tratamento regulatório diferenciado em função do público-alvo de investidores; maior ênfase regulatória nas atividades dos gestores; e modernização de diversas atividades, como as participações de entidades registradoras e instituições de pagamento.

Nossas sugestões buscaram ajustar alguns conceitos e linguagens às práticas de mercado, mantendo o espírito da modernização regulatória.

Responsabilidade dos prestadores

Com a criação do conceito de prestadores de serviços essenciais do fundo (administrador e gestor), o gestor passou a ser o responsável por uma série de tarefas antes atribuídas a outros prestadores de serviços, principalmente ao custodiante. Por isso, sentimos necessidade de dividir com maior precisão as atribuições do gestor e do administrador. “A divisão trazida pela CVM é um grande avanço na indústria, mas ainda há espaços para mudanças pontuais de forma a desonerar o administrador”, explica Ferraz.

A principal preocupação é que o gestor seja responsável pelas obrigações ligadas à carteira do fundo. Sugerimos que ele assuma atribuições inicialmente delegadas ao administrador, como seguir a política de investimento e monitorar a carteira. Caberá ao administrador a fiscalização dos gestores sobre enquadramento da carteira e informar terceiros sobre o fundo, como agências de ratings e cotistas. A contratação do custodiante será opcional e ele cuidará da infraestrutura do ativo.

Aplicação em precatórios federais

A audiência permitiu a aplicação de FIDCs em precatórios federais para qualquer tipo de investidor – antes, valia apenas para os profissionais. Foi sugerida ampliação do público-alvo para o qualificado, sem incluir, por enquanto, o investidor de varejo nessa flexibilização. “Abrir a regra para o investidor qualificado é um passo importante e nos permitirá analisar a evolução desse mercado antes de dar o próximo passo. Caso a curva de aprendizado seja positiva, a ANBIMA apoiará o acesso ao investidor de varejo”, diz Ferraz.

Constituição de garantias em nome do FIDC

A minuta da audiência veda a possibilidade dos administradores e gestores aceitarem garantias em favor do FIDC em nome de terceiros, com exceção do administrador, que não devem se confundir com o seu próprio patrimônio. Apesar de ser melhor que as garantias sejam registradas diretamente em nome do fundo, há casos em que não é possível alterar a titularidade da garantia, considerando os trâmites burocráticos e jurídicos do processo.

“É mais benéfica a aquisição de um direito creditório com garantia em favor de terceiro do que sem qualquer garantia”, explica Ferraz.

Na nossa sugestão, o gestor, como tomador de decisões de investimento, é responsável pela negociação e diligência relacionadas ao registro de garantias. Ainda, sugerimos que, no caso de classes destinadas ao investidor qualificado, o gestor pode, desde que de forma justificada e no melhor interesse da classe, aceitar que as garantias sejam formalizadas em nome de terceiros que não o administrador ou o gestor, incluindo, mas não se limitando, em nome do cedente.

Verificação de lastro

A CVM estipulou a obrigatoriedade de realização da verificação de lastro previamente à aquisição dos direitos creditórios. Apesar dessa dinâmica ser a ideal, poderia inviabilizar muitas das operações existentes atualmente, baseadas em quantidades muito grandes de recebíveis.

Nossa sugestão é exigir verificação de lastro prévia nos casos de FIDCs destinados ao varejo e manter a dinâmica atual para FIDCs destinados a investidores qualificados, estabelecendo, nestes casos, que a verificação pode ocorrer posteriormente, desde que atendidos alguns critérios, como a compatibilidade com a natureza e as características dos direitos creditórios.

Ainda, propusemos a possibilidade de verificação trimestral do custodiante por amostragem do

lastro de direitos creditórios, em casos de significativa quantidade e expressiva diversificação de direitos creditórios inadimplidos. Na mesma linha, pedimos a dispensa dessa verificação, caso o valor médio dos direitos creditórios inadimplidos não justifique a realização de verificação trimestral do lastro.

Fonte: ANBIMA, em 19.04.2021
