



RCVM 175

23/12/2022

Dispõe sobre a constituição, o funcionamento e a divulgação de informações dos fundos de investimento, bem como sobre a prestação de serviços para os fundos, e revoga as normas que especifica.

Introdução

Temos um novo marco normativo do setor de fundos.

A Resolução CVM 175 (“RCVM 175”) sucederá à antiga Instrução CVM 555 (“ICVM 555”), que regulava os chamados fundos “tradicionais” (renda fixa, ações, multimercado etc.), e irá também, gradualmente, substituir todas as normas específicas de fundos estruturados (FIDCs, FIs, FIPs etc.).

A meta da CVM é que haja apenas uma regulação para todos os tipos de fundos, com o corpo principal da RCVM 175 tratando das regras gerais e os Anexos regulando os produtos particulares – e, quando houver uma especificidade, a regulação do respectivo Anexo prevalece sobre o corpo principal.

Este relatório se limitará a analisar a estrutura principal da norma, e o Anexo que trata de FIFs (fundos tradicionais), em suas nuances mais estratégicas. Os FIDCs não serão tratados aqui, fazendo parte de relatório que será disponibilizado num segundo momento.

Prazos

Quando a Resolução entra em vigor? Há uma série de prazos de vigência distintos.

A norma geral entra em vigor no dia 03/04/2023, sendo que alguns dispositivos, por dependerem de aprimoramentos operacionais, regulatórios e tecnológicos/sistemas, só entram em vigor em datas específicas, se prolongando até 01/04/2024.

Isso para fundos novos, e o prazo de adaptação do estoque? Bem longo: 31/12/2024 para fundos tradicionais (antes regulados pela ICVM 555), e 31/12/2023 para FIDCs.

O que muda?

O mercado irá digerir as alterações por meses, vendo nuances e possibilidades novas de leitura. Há muitos detalhes e mudanças sutis.

O foco analítico deste documento não é resumir tudo que contém a nova norma, mas tratar de destaques em alguns eixos, ou seja:

- ✓ Antecipar nossa visão do **potencial impacto** no mercado; e
- ✓ Botar luz sobre **mudanças específicas** que destacaremos a seguir, nas quais recomendamos foco.

1-) Potencial impacto

Em termos abrangentes, o novo marco regulatório é revolucionário para a estrutura do mercado sob dois aspectos: (i) **produtos** e (ii) **players**.

Um ponto central que afeta produtos e players é a **alteração do eixo central de responsabilidade do administrador, passando para um regime conjunto, de “prestadores de serviço essenciais”**, que são o administrador e gestor, com um equilíbrio maior de responsabilidades (pesando mais, com justiça, para o gestor).

Sobre produtos, pontos principais de inovação que destacamos:

- ✓ Possibilidade de fundos com **responsabilidade limitada** de cotistas (insolvência de um fundo);
- ✓ **Classes e subclasses** de cotas;
- ✓ Flexibilização e ampliação de limites em diversas **classes de ativos**.



destacando:

- Investidores de varejo em FIDCs;
 - Investimento de fundos diretamente em **criptoativos, ativos ambientais e crowdfunding**;
 - Em determinados perfis, maior amplitude no investimento no exterior, destacando ativos como FII's, ETF's, Fiagro e FIP's;
 - Fim do limite por emissor quando este emissor for um fundo; e
 - Definição de limite de exposição de risco a capital ("margem") como alternativa aos limites de alavancagem inicialmente proposto em audiência;
- ✓ Novidades em termos de **rotinas operacionais** e de governança do fundo:
- Separação da taxa de administração, gestão e distribuição;
 - Maior flexibilidade de arranjo de cotistas, direitos e votos em situações específicas;
 - Limites de exposição a risco de capital;
 - Novos atributos relativos à cotização, aplicações e resgates; e
 - Dispositivos relativos a ESG.

Se as mudanças em questões que afetam produtos já são significativas, e permitirão novas configurações ao mercado, o que dizer sobre os impactos para os players?

Bem, aqui a mudança é muito mais profunda, trazendo oportunidades, responsabilidades e desafios como nunca visto na história da indústria de fundos nos últimos 20 anos.

O novo arranjo de equilíbrio de responsabilidades entre gestor e administrador mudou drasticamente.

Resultado positivo que teremos? Haverá um campo maior para a oferta de serviços de administração fiduciária.

Em nossa opinião, a regulação acertou ao estabelecer claramente o "core" do que é administração e ao tirar das costas do administrador obrigações que sempre deveriam ser do gestor, ficando aquele agora responsável pela estrutura mínima de funcionamento de um fundo (atos societários/assembleia, guarda de documentos, cálculo de cota, conciliação etc.): não foi apenas uma redução de "trabalho", mas de ângulo legal.

Creemos que a norma ficou bem adequada nesse sentido. Mas a consequência é que as obrigações herdadas pelo gestor – e que de fato fazem sentido na sua órbita – vão exigir uma mudança tremenda do nível médio de organização destes na realidade de mercado atual.

E, como resultante, também fica a dúvida de o quanto o cotista pode estar fragilizado na soma geral, já que o modelo corrente sempre contou com um "overcollateral" da responsabilidade do administrador, e menos do gestor (o qual, quando não é instituição financeira, não apresenta garantias de capital).

Isso está na origem do modelo, nos anos 90, no qual fundos sempre foram "dos bancos", que eram ao mesmo tempo os administradores, gestores e custodiantes, sem separação clara deste papel – afinal, era mais um dos típicos produtos bancários.

A gestão independente no fundo nasceu da ousadia de alguns players de inovarem, e se deu no modelo de contratação de um terceiro, mais especializado, para a gestão, mantendo os bancos como "fiadores" do produto, acumulando administração, custódia, distribuição e tudo o mais necessário.

A indústria de gestão independente começou dessa forma, como era possível, provocada pelo mercado, e com o regulador "aceitando" a gestão do independente, desde que os administradores "controlassem" essa situação.

Pois bem, vivemos cerca de 30 anos neste modelo, e é fato que o

mercado de gestão independente amadureceu.

Era injusto para o administrador? Sim. Mas o cotista, em última instância, em situações de ruptura, sempre podia tentar responsabilizar o administrador por não **fiscalizar** o gestor de maneira eficiente. E como na maior parte dos casos se tratava de grandes instituições financeiras, isso dava ancoragem para o cotista.

A norma imputava solidariedade e dever de fiscalização. Para a norma, o fundo praticamente "era do administrador". Para o mercado? O fundo *sempre* foi do gestor.

Agora, muitas obrigações que eram do administrador passam ao gestor, e não estão se ampliando as exigências mínimas para habilitar um gestor. Além disso, na estrutura da nova norma, o fundo não é mais colocado como algo que "nasce" do administrador e fica sob sua total fiscalização.

Nessa nova fase, serão ainda mais relevantes os papéis da CVM e da ANBIMA de orientar e fiscalizar os gestores a assumirem adequadamente as obrigações que estão sendo colocadas.

Por outro lado, o fundo, com a possibilidade de responsabilidade limitada de cotistas, gera um ponto de compensação para estes, em termos de risco.

Outra compensação importante que se espera é que haja algum ganho econômico para o cotista, advindo da maior eficiência operacional deste novo modelo, em que a administração é mais "light" e o risco aumentou para o cotista e para o gestor.

Então, acreditamos que realmente haverá um campo muito fértil para a competição no segmento de administração fiduciária. **O serviço essencial do administrador ficou mais simples.**

Mas, em que medida os atuais administradores tentarão continuar operacionalizando obrigações que passarão a ser dos gestores, como um serviço, cobrando por isso? Não achamos um desenho integrado, porque, a se continuar essa execução de maneira integrada, cremos que ficaria mais difícil defender diante de um juiz que o administrador não é mais responsável por prejuízos (mesmo com a mudança da norma): ficaria parecendo que o administrador *continua sendo o ente central* (portanto, responsável), se atuar desta forma.

Ou, se for este o novo desenho, mudanças estruturais serão necessárias, lembrando que a CVM exige segregação daquilo que não é a atividade "core" – logo, essa "nova linha" de serviços deveria ser segregada, pois não é mais administração.

Mas sem dúvida haverá muitas oportunidades para terceiros prestarem novos serviços de apoio aos gestores.

Os gestores certamente terão de se reestruturar e ter processos **rigorosos** de análise jurídica, aprovação de produtos, contratação e controle de prestadores de serviço, PLD, enquadramento, gerenciamento de liquidez e compliance em níveis mais robustos do que hoje.

Vamos agora analisar aspectos mais específicos da nova norma, que gostaríamos de destacar.



2-) Mudanças específicas

2.1.) Modelo geral de fundo

ICVM 555	RCVM 175
<i>"Art. 3º O fundo de investimento é uma comunhão de recursos, constituído sob a forma de condomínio, destinado à aplicação em ativos financeiros."</i>	<i>"Art. 4º O fundo de investimento é uma comunhão de recursos, constituído sob a forma de condomínio de natureza especial, destinado à aplicação em ativos financeiros, bens e direitos, de acordo com a regra específica aplicável à categoria do fundo."</i>

O fundo passa a **condomínio de natureza especial** (seguindo os preceitos da Lei de Liberdade Econômica), com conceito amplo de investir não apenas em ativos financeiros, mas também em ativos de outra natureza (bens e direitos), de acordo com a regulação específica de cada categoria.

Tais mudanças visam a abarcar as hipóteses de insolvência sem aporte dos cotistas, dar a amplitude necessária para que a mesma norma regule também fundos estruturados, que investem em ativos não financeiros, bem como autorizar ativos digitais e outros novos ativos autorizados para fundos tradicionais.

Outro conceito importante é o de **"categoria"** do fundo, que é a classificação decorrente da sua política de investimentos, conforme previsto nos Anexos da RCVM 175, sendo que cada Anexo Normativo disciplina uma única categoria. Ou seja, deve-se entender que todos os fundos de investimento regulados pela ICVM 555 (por exemplo, renda fixa, multimercados e ações) pertencem à mesma categoria, conforme apontado no inciso VIII do artigo 3º da RCVM 175:

"VIII - categoria (do fundo): classificação decorrente da política de investimentos do fundo, conforme previstas nos Anexos Normativos, observado que cada Anexo Normativo disciplina uma única categoria."

E o que antes era a "classificação" de um fundo (renda fixa, multimercado etc.) é agora chamado de **"tipo"**, sendo, no Anexo de FIFs, de ações, cambiais, multimercados ou de renda fixa.

O fundo passa a poder ter **classes diversas de cotas, com patrimônios próprios, sempre segregados entre si.**

A estrutura contábil do fundo passa a ser de praticamente mero consolidador de despesas comuns a todos, contratações, organização documental, sendo um "livro" para as diversas classes e subclasses que serão protagonistas: os ativos e os passivos se efetivam nas classes e subclasses de cotas.

Toda classe de cotas deve pertencer à mesma categoria do fundo. Não pode haver classes de cotas que alterem tratamento tributário em relação ao fundo ou demais classes.

É vedada a afetação ou a vinculação, a qualquer título, de parcela do patrimônio de uma classe de cotas a qualquer subclasse.

O regulamento pode prever que a responsabilidade do cotista é limitada ao valor por ele subscrito. Se não for previsto em regulamento, cotistas respondem por patrimônio negativo (sem prejuízo da responsabilidade de prestadores de serviço quando causarem prejuízo ao procederem com dolo ou má-fé).

2.2.) Classe e subclasse de cotas

A norma deixa claro que as cotas são uma fração do patrimônio (PL/número de cotas) **calculada no nível da classe de cotas ou da subclasse de cotas** (cf. art. 14), caso a caso.

Acreditamos que deveria ter sido conceituado de forma mais clara o significado de uma classe e de uma subclasse de cotas, bem como suas interações em diversos dispositivos da Resolução.

Da forma como se estruturou a norma, se faz necessário deduzir "o que são" pela diferenciação estabelecida para cada um destes conceitos, sendo:

Classes de cotas se diferenciam nos seguintes aspectos:

- ✓ **Se aberta ou fechada;**
- ✓ **Exclusiva ou não;**
- ✓ **Previdenciária ou não;**
- ✓ **Restrita ou não; e**
- ✓ **De responsabilidade limitada ou não.**

Subclasses de cotas se diferenciam por:

- ✓ **Público-alvo;**
- ✓ **Prazo e condição de aplicação, resgate ou quando;**
- ✓ **Taxas** (de administração, gestão, distribuição, ingresso e saída); e
- ✓ **Se pertencente a classe restrita, pode haver subclasse com direitos econômicos e políticos distintos.**

Os atributos acima deixam claro que um fundo pode ou não ter subclasses de cotas, e segundo a linha de como são os fundos hoje, uma mesma classe ou subclasse de cotas poderia ter diversos dos atributos acima.

Se as classes de cotas é que precisam ter patrimônio segregado, *elas é que serão o veículo detentor dos ativos do fundo* e suas operações.

O artigo 14 conceitua que as cotas são escriturais, nominativas e *"correspondem a frações do patrimônio da classe de cotas, conferindo direitos e obrigações aos cotistas, conforme previstos no regulamento."*

O artigo segue estabelecendo que *"o valor da cota resulta da divisão do valor do patrimônio líquido da respectiva classe pelo número de cotas da mesma classe."*

E, finalmente, que, *"caso a classe tenha subclasses, o valor da cota de cada subclasse resulta da divisão do valor do patrimônio líquido atribuído à respectiva subclasse pelo número de cotas da mesma subclasse."*

Portanto, o cálculo de subclasse de cotas é praticamente mero ajuste contábil do valor das cotas da classe, reduzido pelas despesas e rateios do fundo atinentes especificamente àquele segmento de público-alvo (só há ajuste do lado do passivo, não do ativo). E, no caso em que subclasses tiverem taxa de administração diferentes, este tende a ser o impacto mais relevante na cota.

A RCVM 175 em muitos trechos cita regras gerais e mecanismos operacionais se referindo apenas à *classe* de cotas. A interpretação, a nosso ver, terá de ser caso a caso.

Logo, a devida anotação que há de se ter é que um cotista que investe em uma subclasse pode fazer uso de diversos dispositivos descritos para as classes cotas, já que na contabilidade do fundo há **"patrimônio líquido atribuído à respectiva subclasse"**, e **que sua subclasse é também uma fração do patrimônio da classe.** Estes entendimentos terão de ser provocados pelo mercado, e provavelmente objeto de Ofícios Circulares pela CVM.



A CVM, aliás, na exposição de motivos da nova norma ([sdm0820_Relatorio_.pdf](#)) elucida um pouco essa dúvida:

“3.2.3 Subclasses de cotas (art. 5º, §§ 5º e 6º) (...)”

Foram em grande parte acatadas as sugestões de refinamento textual no tocante às referências às subclasses. Nesse sentido, registre-se que subclasse é um elemento do conjunto das classes, de modo que as referências às classes na norma em regra alcançam também suas subclasses – sempre, claro, no que couber. Quando ambas são citadas na norma é para fins de facilitação para o usuário, em passagens que poderiam gerar incertezas.”

Portanto, dispositivos aplicáveis às classes de cotas devem ser interpretados, e, quando assim fizer sentido, entendidos como aplicáveis também às subclasses, no que couber.

2.3.) Regulamento

O documento passa a ter **anexos**, que descrevem as **classes** de cotas, e **apêndices**, que tratam das **subclasses** de cotas.

O fundo pode possuir simultaneamente várias classes e subclasses, mas os prestadores de serviço são contratados pelo fundo.

O regulamento precisa definir quais despesas são comuns e rateadas entre as classes, e como.

O mesmo deve ser feito sobre contingências que recaiam sobre o fundo.

A taxa de administração pode ser um percentual sobre o PL, ou, agora, também um valor nominal em moeda corrente nacional, podendo variar em função de faixas de valores do PL.

No caso de cotas de classe fechada, também é possível prever a possibilidade e as condições para emissão de novas cotas, a critério do gestor, bem como a existência ou não de direito de preferência para os cotistas, sem necessidade de aprovação em assembleia.

Em fundos cujos cotistas não respondem por patrimônio negativo, o regulador passou a solicitar que o regulamento defina eventos/critérios que obriguem o administrador a verificar se o patrimônio líquido da classe está negativo.

É vedada a aplicação de recursos de uma classe em cotas de outra classe do mesmo fundo. Tal dispositivo nos pareceu bastante conservador, pois cada classe de cotas de um fundo é um patrimônio segregado. Logo, uma classe de cotas que tenha características de fundo de fundos poderia perfeitamente investir em uma classe multimercado ou renda fixa de um mesmo fundo, da mesma forma como o fazem hoje.

Para alguns gestores, sem esta vedação, talvez fosse até viável ter um único fundo, com diversas classes de cotas, integrando a atividade de gestão e de FoFs em um único veículo (investindo entre si).

Foi também criado o conceito de grupo de cotistas com **“vínculo por interesse único e indissociável”** – aquele decorrente de controle comum, conforme definido nas normas contábeis, ou de acordo que obrigue os cotistas a votarem em conjunto nas assembleias. Tal dispositivo pode ser muito interessante em fundos de público restrito e em fundos estruturados, por exemplo.

2.4.) Patrimônio Líquido Negativo e responsabilidade limitada

Na hipótese de verificação de patrimônio líquido negativo pelo administrador, em fundo de responsabilidade limitada, este deve ser fechado para resgates, e não realizar mais amortizações nem subscrições de novas cotas.

O evento deve ser comunicado ao gestor, seguido de divulgação de fato relevante e cancelamento dos pedidos de resgate pendentes de conversão.

Segue-se então a elaboração de um plano de resolução do patrimônio líquido negativo, **responsabilidade do administrador em conjunto com o gestor**, que precisa, além de levantamento das informações de balancete, analisar as causas e circunstâncias do ocorrido, bem como trazer proposições de resolução para o PL negativo, podendo inclusive sugerir a tomada de empréstimo para cobertura do patrimônio líquido.

O plano de resolução precisa ser deliberado em assembleia de cotistas. A norma prevê uma sucessão de procedimentos aplicáveis em situações distintas, podendo passar pelo aporte de recursos pelos cotistas, ou então, pedido de declaração judicial de insolvência da classe de cotas.

O processo pode até mesmo ser interrompido, caso haja mudança na situação de patrimônio líquido negativo.

O pedido de declaração judicial de insolvência do fundo impede o administrador de renunciar à administração fiduciária do fundo, mas não sua destituição por força de deliberação da assembleia de cotistas.

2.5.) Taxa de administração, gestão e distribuição

Antes, a lógica do fundo era ter uma taxa de administração única, e desta se remunerava administrador, gestor e distribuidor.

Agora, as taxas são segregadas em taxa de administração, de gestão e de distribuição (considerando aqui uma taxa máxima dos diversos acordos estabelecidos).

Continuam sendo pagas diretamente pelo fundo, porém, divulgadas com maior transparência e amplitude.

A nova norma continua vedando que rebates sejam recebidos pelos gestores, *agora também na hipótese de fundo para investidor profissional*, com a assinatura de termo de ciência, como definido na ICVM 555.

Uma novidade em termos de uso de taxa de administração foi a possibilidade de o regulamento estabelecer que parcela da taxa de administração ou gestão, conforme o caso, possa ser destinada a doações para entidades sem fins lucrativos, efetuadas diretamente pelo fundo, sem ter de passar pelo gestor. Este dispositivo economiza tributos em fundos que tenham cunho social.

2.6.) Prestadores de serviço essenciais

Antes havia um Capítulo dedicado à “Administração”, ditando, em artigos diversos, o “peso” deste personagem como “patrono” do fundo.

Vale aqui replicarmos trechos da ICVM 555, para comparação com



os novos dispositivos da RCV 175, na sequência:

ICVM 555	RCVM 175
<p><i>"Art. 78. A administração do fundo compreende o conjunto de serviços relacionados direta ou indiretamente ao funcionamento e à manutenção do fundo, que podem ser prestados pelo próprio administrador ou por terceiros por ele contratados, por escrito, em nome do fundo. (...) "</i></p> <p><i>§ 2º O administrador pode contratar, em nome do fundo, com terceiros devidamente habilitados e autorizados, os seguintes serviços para o fundo, com a exclusão de quaisquer outros não listados: (...) "</i></p> <p><i>Art. 79. (...) "</i></p> <p><i>§ 1º Compete ao administrador, na qualidade de representante do fundo, efetuar as contratações dos prestadores de serviços, mediante prévia e criteriosa análise e seleção do contratado, devendo, ainda, figurar no contrato como interveniente anuente. "</i></p> <p><i>§ 2º Os contratos firmados na forma do § 1º, referentes aos serviços prestados nos incisos I, III e V do § 2º do art. 78, devem conter cláusula que estipule a responsabilidade solidária entre o administrador do fundo e os terceiros contratados pelo fundo por eventuais prejuízos causados aos cotistas em virtude de condutas contrárias à lei, ao regulamento ou aos atos normativos expedidos pela CVM. "</i></p> <p><i>§ 3º Independente da responsabilidade solidária a que se refere o § 2º, o administrador responde por prejuízos decorrentes de atos e omissões próprios a que der causa, sempre que agir de forma contrária à lei, ao regulamento ou aos atos normativos expedidos pela CVM. "</i></p> <p><i>§ 4º Sem prejuízo do disposto no § 2º, o administrador e cada prestador de serviço contratado respondem perante a CVM, na esfera de suas respectivas competências, por seus próprios atos e omissões contrários à lei, ao regulamento do fundo ou às disposições regulamentares aplicáveis. "</i></p> <p><i>Art. 80. O administrador, observadas as limitações legais e as previstas nesta Instrução, tem</i></p>	<p><i>"Art. 80. O funcionamento do fundo de investimento se materializa por meio da atuação dos prestadores de serviços essenciais e terceiros por eles contratados, por escrito, em nome do fundo. "</i></p> <p><i>Parágrafo único. A contratação de terceiros por prestador de serviço essencial deve contar com prévia e criteriosa análise e seleção do contratado, devendo o prestador de serviços essencial, ainda, figurar no contrato como interveniente anuente. "</i></p> <p><i>Art. 81. Os prestadores de serviços essenciais e demais prestadores de serviços do fundo respondem perante a CVM, nas suas respectivas esferas de atuação, por seus próprios atos e omissões contrários à lei, ao regulamento do fundo ou à regulamentação vigente, sem prejuízo do exercício do dever de fiscalizar, nas hipóteses expressamente previstas nesta Resolução, bem como naquelas eventualmente previstas no regulamento. "</i></p> <p><i>Parágrafo único. A aferição de responsabilidades dos prestadores de serviços tem como parâmetros as obrigações previstas nesta Resolução e em regulamentações específicas, assim como aquelas previstas no regulamento e no respectivo contrato de prestação de serviços. "</i></p>

<p><i>poderes para praticar todos os atos necessários ao funcionamento do fundo de investimento, sendo responsável pela constituição do fundo e pela prestação de informações à CVM na forma desta Instrução e quando solicitado. "</i></p> <p><i>Art. 90. Incluem-se entre as obrigações do administrador, além das demais previstas nesta Instrução: "</i></p> <p><i>(...) "</i></p> <p><i>X - Fiscalizar os serviços prestados por terceiros contratados pelo fundo. "</i></p>	
---	--

A nova norma "despersonaliza" o administrador como ente principal que dá origem e tem "plenos poderes" para atuar no melhor interesse do fundo. Antes, o normativo destacava o administrador como aquele que atuava como representante do fundo, figurando nos contratos como responsável solidário entre ele e os terceiros contratados.

Na ICVM 555, mesmo que houvesse o apontamento da responsabilidade por atos e omissões de cada prestador de serviço perante a CVM nas suas respectivas esferas de competência, tal dispositivo vinha antecedido por vários parágrafos dando "peso" à responsabilidade do administrador sobre terceiros: a impressão dada era de que a responsabilidade individual de cada prestador de serviço – que não o gestor – parecia quase que uma exceção... para casos extremos. E permanecia sempre a obrigação do administrador de fiscalizar os prestadores de serviço.

Agora, a estrutura da norma muda, e não há um Capítulo central sobre a Administração, mas, sobre "A Prestação de Serviços" necessários ao fundo, o qual simplesmente define que:

"Art. 80. O funcionamento do fundo de investimento se materializa por meio da atuação dos prestadores de serviços essenciais e terceiros por eles contratados, por escrito, em nome do fundo. "

E, indo além, a nova norma diz ainda o seguinte:

"A aferição de responsabilidades dos prestadores de serviços tem como parâmetros as obrigações previstas nesta Resolução e em regulamentações específicas, assim como aquelas previstas no regulamento e no respectivo contrato de prestação de serviços. "

Na sequência, se conceituam os Prestadores de Serviços Essenciais e suas funções, de maneira mais equilibrada em termos de responsabilidades.

Prestadores de serviço passam a responder em suas específicas esferas de atuação, e não mais de maneira solidária, como na ICVM 555.

Gestor e administrador, agora em conjunto, são considerados como os "prestadores de serviço essenciais" do fundo, com uma série de tarefas pelas quais o regulamento determina a respectiva responsabilidade (ou de ambos, em alguns casos).

Eles devem aprovar o regulamento do fundo e deliberar em conjunto pela constituição do fundo. Tanto gestor quanto administrador terão de declarar, no instrumento de deliberação do fundo, que o regulamento está plenamente aderente à legislação vigente.



Há maior equilíbrio sobre o papel de “todos” para o sucesso do fundo, e a especificidade de suas atribuições em normas e contratos.

Foi importante eliminar a obrigação de o administrador “fiscalizar” os prestadores de serviço de forma ampla: agora, tal dever cabe apenas em hipóteses específicas, expressamente previstas na norma, de maneira pontual.

Ou seja, a responsabilidade por fiscalização, que antes era do administrador em relação a qualquer terceiro contratado, agora se dá de forma mais difusa: o papel do administrador é mais objetivo e restrito. A norma deixa de conceituar administração, focando no administrador.

A RCVM 175 também dá maior liberdade na definição do responsável pela divulgação de informações periódicas e eventuais do fundo, que podem ser disponibilizadas em uma página do fundo, do administrador ou gestor, conforme definido em regulamento.

Destaque, aliás, para esta novidade, de poder ser uma página “do fundo” como o portal de suas informações.

Atributos que eram necessariamente do administrador podem agora ser pactuados em regulamento como sendo do gestor. Exemplo disso é o caso de fechamento do fundo por iliquidez dos ativos (v. mais adiante).

2.6.1.) Administrador

Ao administrador agora restam os atributos mais essenciais da mecânica de funcionamento do fundo, no que diz respeito à sua carteira, cálculo de cota, organização documental e conciliação de ativos, realização de assembleias, e demais controles mais gerais do cumprimento do regulamento e ação em situações mais extremas.

Ele agora contrata apenas: **(i) tesouraria, controle e processamento dos ativos; (ii) escrituração das cotas; e (iii) auditoria independente.**

Vale notar que a norma não aponta mais a contratação de custodiante como uma obrigação do administrador ou do gestor, especificamente.

Como o custodiante não é citado como de contratação obrigatória do administrador ou do gestor, cabe a interpretação de que ele está previsto no parágrafo 3º (v. abaixo), que determina que “outros prestadores de serviço”, se previstos em regulamento ou aprovados em assembleia, podem ser contratados pelo administrador. O mesmo tipo de possibilidade é previsto no artigo 85, como uma possibilidade pelo gestor.

ICVM 555	RCVM 175
<p><i>“Art. 78. A administração do fundo compreende o conjunto de serviços relacionados direta ou indiretamente ao funcionamento e à manutenção do fundo, que podem ser prestados pelo próprio administrador ou por terceiros por ele contratados, por escrito, em nome do fundo.</i></p> <p><i>Art. 83. Incluem-se entre as</i></p>	<p><i>“Art. 82. O administrador, observadas as limitações legais e as previstas na regulamentação aplicável, tem poderes para praticar os atos necessários à administração do fundo de investimento, na sua respectiva esfera de atuação.</i></p> <p><i>Art. 83. Incluem-se entre as obrigações do administrador contratar, em nome do fundo,</i></p>

<p><i>obrigações do administrador contratar, em nome do fundo, com terceiros devidamente habilitados e autorizados, os seguintes serviços:</i></p> <p><i>I – Gestão da carteira do fundo;</i></p> <p><i>II – Consultoria de investimentos, inclusive aquela de que trata o art. 84;</i></p> <p><i>III – atividades de tesouraria, de controle e processamento dos ativos financeiros;</i></p> <p><i>IV – Distribuição de cotas;</i></p> <p><i>V – Escrituração da emissão e resgate de cotas;</i></p> <p><i>VI – Custódia de ativos financeiros;</i></p> <p><i>VII – classificação de risco por agência de classificação de risco de crédito; e</i></p> <p><i>VIII – formador de mercado.”</i></p>	<p><i>com terceiros devidamente habilitados e autorizados, os seguintes serviços:</i></p> <p><i>I – tesouraria, controle e processamento dos ativos;</i></p> <p><i>II – Escrituração das cotas; e</i></p> <p><i>III – auditoria independente, nos termos do art. 69.</i></p> <p><i>(...)</i></p> <p>§ 3º O administrador pode contratar outros serviços em benefício da classe de cotas, que não estejam listados nos incisos do caput, observado que, nesse caso:</p> <p><i>I – a contratação não ocorre em nome do fundo, salvo previsão no regulamento ou aprovação em assembleia; e</i></p> <p><i>(...)</i></p> <p>II – Caso o prestador de serviço contratado não seja um participante de mercado regulado pela CVM ou o serviço prestado ao fundo não se encontre dentro da esfera de atuação da Autarquia, o administrador deve fiscalizar as atividades do terceiro contratado relacionadas ao fundo.”</p>
--	--

O dever de fiscalizar é alterado para o dever de verificar, após a respectiva realização:

- ✓ No caso das operações do gestor, a compatibilidade dos preços praticados com os preços de mercado, informando a CVM sobre indícios materiais de incompatibilidade;
- ✓ Após as operações, a observância da carteira de ativos aos limites de composição, concentração e, se for o caso, de exposição ao risco de capital, também informando a CVM sobre desenquadramento.

2.6.2.) Gestor

O gestor passa a ser o responsável por contratar, em nome do fundo (caso aplicável):

- ✓ Instituições que atuem na intermediação de operações para a carteira de ativos (corretoras etc.);
- ✓ Distribuidor;
- ✓ Consultor de Investimentos;
- ✓ Agência de rating;
- ✓ Formador de mercado em classe fechada;
- ✓ Cogestor.

Ele pode ainda contratar outros prestadores de serviço não listados, na hipótese de ser prevista em regulamento ou assembleia, ou se a contratação não ocorrer em nome do fundo.

Todo documento firmado pelo gestor em nome do fundo deve ser encaminhado ao administrador em cópia. Qualquer alteração nos prestadores de serviço contratados pelo gestor precisa ser



informada ao administrador.

Qualquer contrato ou documento relativo à negociação de ativos, deve ser firmado pelo gestor, inclusive nos casos de fiança, aval ou aceite de qualquer forma de retenção de risco do fundo (margem/garantias), tendo a necessidade, em algumas hipóteses, de previamente autorizar tais garantias em assembleia.

Sobre a **composição da carteira**, como já habitual na regulação corrente, o gestor é responsável por observar os limites de composição e concentração estabelecidos na norma e no regulamento, devendo, no momento da execução das operações, avaliar seus efeitos para a carteira.

Porém, agora, nas hipóteses de **desenquadramento** (ativo ou passivo), o gestor passa a ser o responsável por encaminhar à CVM suas explicações, bem como reportar o reenquadramento da carteira.

O gestor também passa a ser responsável pela elaboração de todo material de divulgação exigido pela regulamentação, e o fornecer ao distribuidor.

É ele que define a **suspensão ou reabertura de fundos abertos para distribuição**, e faz tal comunicação aos distribuidores (inclusive nas hipóteses de iliquidez dos ativos).

Em relação a fundos que constituam conselhos consultivos, se adicionou a possibilidade de que possa haver tais organismos com o objetivo de fiscalizar ou supervisionar as atividades exercidas por prestador de serviço essencial, sendo seus membros remunerados a título de encargo do fundo, desde que expresso no regulamento.

O gestor passa também a ser responsável, nos casos em que os fundos utilizem tais dispositivos, a gerenciar o uso de barreiras de resgate com parâmetros definidos no regulamento, limitando pedidos de resgate a uma fração do PL líquido da classe, ou demais parâmetros definidos no caso de classes restritas. Seu uso precisa ser comunicado ao administrador.

O gestor passa a contar também com autoridade para definir a cisão de patrimônio em classes de ativos, no caso de ativos excepcionalmente ilíquidos, integralizando tais ativos em uma nova classe de cotas (*side pocket*), como maneira de gerenciar eventos extremos em situações complexas como estas.

De maneira primária, agora é o gestor que integralmente responde pelos limites de composição e concentração de carteira, de exposição ao risco de capital e de concentração em fatores de risco, diligenciando pelo seu reenquadramento no melhor interesse dos cotistas. Na ICVM 555, o administrador respondia por isso (e o gestor "também").

O papel do administrador é informar a CVM sobre o desenquadramento e reenquadramento. Nas hipóteses aplicáveis, cabe também ao gestor encaminhar à CVM o plano de ação que será adotado no reenquadramento da carteira.

Também cabe agora ao gestor controlar, na consolidação das aplicações de classes investidoras em classes investidas, se limites não são ultrapassados.

2.6.3.J Custodiante

Como já apontado, a norma não deixa explícita a responsabilidade de contratação do custodiante como necessariamente do administrador. Como ele não é citado como prestador de serviço

de contratação nem do administrador, nem do gestor, conclui-se que ele pode ser contratado tanto por um quanto por outro, no hall de **"outros prestadores de serviço"** que ambos estão autorizados a contratar, conforme previsão nestes sentido no regulamento do fundo.

Este arranjo mais flexível pode ser interessante frente aos diversos modelos de negócio do mercado.

2.6.4.J Distribuidor

A CVM diferenciou conceitualmente cotistas distribuídos por conta e ordem, que passam a ser tratados como "cotistas efetivos". Cotistas registrados na classe de cotas, são apenas "cotistas".

No caso de fundos abertos, é o gestor que define suspensão ou reabertura destes para distribuição e realiza sua comunicação aos distribuidores.

Em relação a fundo para investidores profissionais, o gestor pode usar a faculdade de suspender novas aplicações apenas para novos investidores.

Agora é opcional que, na hipótese de um fundo adquirir cotas de outros fundos, haja instituição intermediária figurando como distribuidora deste fundo investidor - desde que a responsabilidade de PLD seja realizada pelo administrador ou gestor do fundo investido.

Também ficou mais fácil a hipótese de votos em representação de clientes de distribuidores externos, ou de transferência de cotistas de distribuidores, para a responsabilidade do gestor, na hipótese de extinção do contrato. Antes, o destino de tais cotistas, em última instância, não era claro.

ICVM 555	RCVM 175
<i>"Parágrafo único. O distribuidor que esteja atuando por conta e ordem de clientes pode comparecer e votar nas assembleias gerais de cotistas dos fundos, representando os interesses de seus clientes, desde que munido de procuração com poderes específicos, discriminando inclusive o dia, hora e local da referida assembleia."</i>	<i>"§ 1º O distribuidor atuando por conta e ordem de clientes pode comparecer e votar nas assembleias de cotistas representando os interesses de seus clientes, desde que possua mandato com poderes específicos para essa representação, ficando dispensado de apresentar o instrumento do mandato nas assembleias de cotistas, sendo, nesta hipótese, de sua única e exclusiva responsabilidade manter o instrumento em seus arquivos."</i>
<i>"Art. 36. O contrato firmado entre o fundo e o distribuidor pode prever, dentre outras matérias, que na hipótese de sua rescisão, os clientes que sejam cotistas do fundo até a data da rescisão manterão o seu investimento por conta e ordem até que os próprios clientes decidam pelo resgate de suas cotas, desde que o administrador do fundo e o distribuidor mantenham, em relação a tais clientes, todos os direitos e</i>	<i>"Art. 39. O contrato firmado entre o gestor, em nome do fundo, e o distribuidor que atue por conta e ordem deve prever que na hipótese de sua extinção, os clientes que sejam cotistas até a data da extinção podem manter o seu investimento por conta e ordem enquanto perdurar, desde que: I - o distribuidor mantenha, em relação a tais clientes, todos os direitos e obrigações definidos na</i>



<p><i>obrigações definidos nesta norma, pelo período em que tais clientes mantiverem o investimento.”</i></p>	<p><i>Subseção V, pelo período em que tais clientes mantiverem o investimento; ou</i></p> <p><i>II – o gestor assuma, caso habilitado, ou contrate distribuidor habilitado a assumir todos os direitos e obrigações definidos na Subseção V, pelo período em que for mantido o investimento.”</i></p>
---	---

Além da explicitação da taxa máxima de distribuição, a CVM incorporou à norma o dispositivo já existente no código de autorregulação da ANBIMA que visa a mitigar estruturas de rebates que afetem aspectos concorrenciais, visando a arbitrar tais aspectos, definindo que:

“É vedado que o acordo de remuneração direta ou indiretamente resulte em desconto, abatimento ou redução de taxa de administração, performance, gestão ou qualquer outra taxa devida pela classe investidora à investida.”

2.7.) Gestão de liquidez e risco de capital

Em fundos abertos, se antes era uma tarefa quase compartilhada em termos de responsabilidade, a norma agora trata como uma definição conjunta entre gestor e administrador, apenas no sentido de adotar políticas, procedimentos e controles internos necessários para que a liquidez da carteira seja compatível.

ICVM 555	RCVM 175
<p><i>“Art. 91. O administrador e o gestor devem, conjuntamente, adotar as políticas, procedimentos e controles internos necessários para que a liquidez da carteira do fundo seja compatível com: (...)”</i></p> <p><i>§ 2º O administrador deve submeter a carteira do fundo a testes de estresse periódicos com cenários que levem em consideração, no mínimo, as movimentações do passivo, a liquidez dos ativos, as obrigações e a cotização do fundo. (...)”</i></p>	<p><i>“Art. 92. Nas classes abertas, os prestadores de serviços essenciais, conjuntamente, cada qual na sua esfera de atuação, devem adotar as políticas, procedimentos e controles internos necessários para que a liquidez da carteira de ativos seja compatível com: (...)”</i></p> <p><i>§ 4º Os prestadores de serviços essenciais podem se acertar livremente para dar cumprimento à gestão de liquidez da classe, seja formal ou operacionalmente.</i></p> <p><i>Art. 93. O gestor deve submeter a carteira de ativos a testes de estresse periódicos, com cenários que levem em consideração, no mínimo, as movimentações do passivo, a liquidez dos ativos, as obrigações e a cotização da classe de cotas. (...)”</i></p>

O novo marco regulatório deixa mais claro que deve haver a **adoção conjunta de políticas, cada qual na sua esfera de atuação**, ficando mais claro o papel de protagonista ativo do gestor na atividade, de forma preventiva.

A mudança faz sentido, e reflete movimento similar já feito pela ANBIMA, de reforçar as exigências de gestão de liquidez, tendo como pilar o gestor.

A CVM adicionou possibilidades mais sofisticadas de gerenciamento do passivo, tais como a criação de **barreiras ao resgate**, com parâmetros estabelecidos no regulamento, podendo limitar o pedido de resgate a uma fração do PL da classe do fundo. No caso de fundos para o público em geral, os parâmetros necessariamente precisam levar em consideração a representatividade do resgate solicitado em relação ao PL da classe.

Para classes restritas, os parâmetros podem ser livremente pactuados no regulamento por critérios quaisquer.

A norma elimina pagamentos de resgate em cheques, por menos usual do que já parecesse. Cabe agora pagamento de resgate apenas por meio do SPB.

No caso de classes restritas, estas podem admitir que os pedidos de resgate de cotas sejam aceitos somente em determinadas datas ou períodos, hipótese na qual as datas ou períodos de resgate devem estar expressamente definidos no regulamento.

2.7.1.) Liquidez

A responsabilidade por fechamento do fundo para resgate, em casos excepcionais de iliquidez dos ativos, agora pode ter sua atribuição definida no regulamento como de responsabilidade do administrador, do gestor, ou de ambos.

Tal precedente era unicamente do administrador na ICVM 555. Nas assembleias que tratam deste tema, a possibilidade de substituição do administrador ou do gestor só pode ser deliberada no caso de fundo que emite cota em classe única.

O gestor pode decidir, como alternativa à assembleia nesses casos, fazer a cisão dos ativos ilíquidos e usá-los para integralização em uma nova classe fechada (sem aumento de taxas e encargos).

Um ponto interessante é que no caso de classes restritas, a norma agora autoriza que o gestor contraia empréstimos em nome da classe de cotas para fazer frente ao inadimplemento de cotistas que deixem de integralizar as cotas que subscreveram, observado que o valor do empréstimo está limitado ao valor necessário para assegurar o cumprimento de compromisso de investimento previamente assumido pela classe ou para garantir a continuidade de suas operações.

2.7.2.) Exposição a Risco de Capital

Tentando mitigar limites de risco factíveis de fácil entendimento pelo investidor em geral, e que aproximem produtos com riscos similares, na audiência pública da norma foi proposto tal diálogo, focando em limites de alavancagem.

Como o consenso de mercado sobre padrões de alavancagem sempre foi difuso, optou-se por critério mais simples, de limites máximos de margem bruta, sendo definidos, por classe:

- ✓ **“Renda Fixa”**, margem bruta limitada a 20% (vinte por cento) do patrimônio líquido da classe;
- ✓ **“Cambial”** ou **“Ações”**, margem bruta limitada a 40% (quarenta por cento) do patrimônio líquido da classe; e
- ✓ **“Multimercado”**, margem bruta limitada a 70% (setenta por cento) do patrimônio líquido da classe.

Os cálculos devem se dar com modelos de garantia do administrador, e, no caso de classe destinada ao público em geral,



em mercado organizado.

Classes destinadas a investidores profissionais não precisam possuir limites de exposição a risco de capital.

2.8.) Assembleia

A norma define que se delibere em assembleia pela substituição de prestador de serviço essencial, mas não estabelece que isso precisa ser feito em relação à troca de custodiante.

Também há atribuições para a assembleia relativa ao plano de resolução de patrimônio líquido negativo, no caso de fundos com limitação de responsabilidade dos cotistas, bem como de aprovar pedido de declaração judicial de insolvência da classe de cotas.

Conservadoramente, a CVM definiu que, na hipótese de cotistas de uma determinada classe decidirem pela substituição de um dos prestadores de serviço essencial, tal classe seja cindida do fundo. Ou seja, os fundos continuarão pertencendo a um único gestor e administrador, sempre.

Com um mesmo fundo tendo classes de cotas distintas e subclasses, passa a haver a assembleia geral de cotistas, quando trata de tema tocante a todas as classes de cota, com a convocação de todos os cotistas, ou, quando se tratar de assunto específico a determinada classe ou subclasse de cotas, passa a haver a assembleia especial de cotistas, restrito a aquele grupo.

Anualmente, deve haver ambas as assembleias para aprovação de contas da classe e do fundo, em suas especificidades.

Agora, a convocação de assembleia também precisa ser disponibilizada na página do gestor.

E não existe mais a previsão do custodiante poder convocar uma assembleia.

Antes já havia a possibilidade de realização de assembleia física ou por meio eletrônico. Como talvez poderia haver dúvidas no mercado da combinação dos dois formatos, agora o normativo deixa claro que pode haver assembleia exclusivamente eletrônica, ou parcialmente eletrônica. Também foram feitos aprimoramentos nas regras relativas a como deve se dar o voto eletrônico e seu controle.

Ficou mais ampla a lista de pessoas que não podem votar na assembleia, com a inclusão de partes relacionadas aos prestadores de serviço e cotistas em situação de conflito de interesse.

Os custos relativos a uma assembleia agora podem ser atribuídos ao requerente (podendo a própria assembleia deliberar do contrário).

Finalmente, na classe de cotas exclusivamente destinada a investidores profissionais, o regulamento pode afastar, total ou parcialmente, as hipóteses de vedação ao direito a voto em assembleia de cotistas (hipóteses de conflito).

E, finalmente, em casos extremos, cabe à assembleia analisar o plano de resolução de PL negativo, e, no extremo, o pedido de declaração judicial de insolvência da classe de cotas.

2.9.) Divulgação de informações e fatos relevantes

A restrição a divulgação de informações sobre os resultados de um fundo, que hoje só pode ser feito após 6 (seis) meses, passa a não

se aplicar no caso de classe ou subclasse exclusivamente destinada a investidor profissional. A mesma liberalidade se aplica a comparação com índice de mercado compatível com a política de investimento, que é facultativa nesses casos.

Sobre fatos relevantes, a norma agora lista hipóteses mais objetivas (exemplificativas) de fatos considerados relevantes, e dá a possibilidade de o administrador e gestor, em conjunto, terem margem para entendimento, baseado em seus critérios, de que, excepcionalmente, não se divulgue o fato relevante, se julgar(em) que sua revelação porá em risco interesse legítimo do fundo, da classe de cotas ou dos cotistas.

São exemplos de fatos potencialmente relevantes citados na norma:

- ✓ alteração no tratamento tributário conferido ao fundo, à classe ou aos cotistas;
- ✓ contratação de formador de mercado e o término da prestação desse serviço;
- ✓ contratação de agência de classificação de risco, caso não estabelecida no regulamento;
- ✓ mudança na classificação de risco atribuída à classe ou subclasse de cotas;
- ✓ alteração de prestador de serviço essencial;
- ✓ fusão, incorporação, cisão ou transformação da classe de cotas;
- ✓ alteração do mercado organizado em que seja admitida a negociação de cotas;
- ✓ cancelamento da admissão das cotas à negociação em mercado organizado; e
- ✓ emissão de cotas de classe fechada.

Mesmo nestas hipóteses, fica como atribuição do administrador, em última instância, divulgar imediatamente o fato relevante, na hipótese de a informação escapar ao controle, ou se ocorrer oscilação atípica na cotação, preço ou quantidade negociada de cotas.

2.9.1.) Informações Privilegiadas

Decorrente de debate proposto anteriormente pela CVM, focado na hipótese de fundos imobiliários negociados em bolsa, o regulador achou por bem, após consulta ao mercado, incluir na RCVM 175 capítulo tratando de mau uso de informação relevante aplicável para todos os fundos fechados.

Acreditamos que tal iniciativa dá robustez a políticas de investimentos pessoais e controles de compliance que, em muitos casos, ainda são bastante simples nas gestoras.

O formato adotado pela CVM traz requisitos interessantes. **Lembrando que eles são aplicáveis apenas para fundos fechados**, mas recomendamos a consideração dos gestores para buscar aproveitar diretrizes interessantes, de forma ampla, em suas próprias realidades.

A abordagem utilizada traz conceitos importantes de “personagens” e responsabilidade, incluindo pessoas que negociam as cotas, diretores, cotistas envolvidos nas decisões de gestão, e aqueles com os quais eles tenham relação comercial, profissional ou de confiança, bem como prestadores de serviço mesmo que afastado do fundo e negocie cotas no período de 3 (três) meses do afastamento.



A norma lista situações em que se deve analisar a presunção de ilícito, se se deu de fato ou não.

Outro ponto interessante é que a RCVM 175 suscita a possibilidade de que, para afastar a suspeita de ilícito, se estabeleça um plano individual prévio de investimento e desinvestimento, formalizado e por escrito, que por sua preconcepção então afastaria a suspeita de presunção de culpa.

Tal plano precisa prever datas, eventos e valores a serem realizados, de caráter irrevogável e irretroatável, e prazo mínimo de 3 (três) meses (para execução, modificação e cancelamento). Precisa ser formalizado junto ao diretor de gestão e de compliance, ou, no caso de ente ligado ao administrador, para seus diretores equivalentes.

2.9.2.) Informações Contábeis e Auditoria

As demonstrações contábeis dos fundos que contenham classe vão se limitar ao balanço patrimonial, demonstrativo do resultado do exercício e demonstrativo de fluxo de caixa, e não se faz necessário consolidar demonstrações das diversas classes no fundo, pois é uma informação que pouco sentido faria.

A auditoria vai ser necessária nas classes de cota e no fundo.

3.0.) ESG

O texto normativo traz obrigações objetivas para fundos que façam referência a fatores ambientais, sociais e de governança, tais como “ESG”, “ASG”, “ambiental”, “verde”, “social”, “sustentável” ou quaisquer outros termos correlatos às finanças sustentáveis, o que implica listar:

- ✓ Quais os benefícios ambientais, sociais ou de governança esperados e como a política de investimento busca originá-los;
- ✓ Quais metodologias, princípios ou diretrizes são seguidas para a qualificação do fundo ou da classe, conforme sua denominação;
- ✓ Qual a entidade responsável por certificar ou emitir parecer de segunda opinião sobre a qualificação, se houver, bem como informações sobre a sua independência em relação ao fundo; e
- ✓ Especificação sobre a forma, o conteúdo e a periodicidade de divulgação de relatório sobre os resultados ambientais, sociais e de governança alcançados pela política de investimento no período, assim como a identificação do agente responsável pela elaboração do relatório.

A norma veda a utilização dos termos relacionados a ESG se a política do fundo não integrar tais fatores.

BONS NEGÓCIOS!

José Brazuna
Raphael Castro
Patrícia Lima

