



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

PROCESSO CVM SEI Nº 19957.002943/2016-71

Reg. Col. 0222/16

Interessada: Associação Brasileira das Entidades Fechadas de Previdência Complementar – ABRAPP

Assunto: Consulta sobre a aplicação de dispositivos da Instrução CVM nº 558, de 2015.

Diretor: Pablo Renteria

VOTO-VISTA

1. A consulta formulada pela Associação Brasileira das Entidades Fechadas de Previdência Complementar – ABRAPP traz à tona importante reflexão acerca do regime regulatório mais apropriado para as Entidades Fechadas de Previdência Complementar (“EFPC”) que realizam a gestão de fundos de investimento de que seja cotista único.

2. Como bem exposto no Memorando nº 35/2016-CVM/SIN, que complementou o Memorando nº 21/2016-CVM/SIN, vislumbram-se três alternativas em resposta à indagação suscitada pela Consulta: (i) exigir das EFPC que se adaptem à integralidade das disposições previstas na Instrução CVM nº 558, de 2015; (ii) exigir adaptação parcial, concedendo-se dispensa de cumprimento de dispositivos da Instrução que se revelem incompatíveis ou supérfluos tendo em vista as peculiaridades do regime jurídico específico a que se submetem as EFPC; e (iii) dispensar as EFPC do prévio



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

credenciamento na CVM para realizar a gestão de fundo de investimento de que seja cotista único.

3. Em linha com a opinião manifestada pela Superintendência de Relações com Investidores Institucionais – SIN, e pelas razões que passo a expor, considero acertada a última opção regulatória.

4. Em outras oportunidades, a CVM já reconheceu que determinados participantes do Sistema Financeiro Nacional – SFN, quando fazem a gestão de fundo de que seja cotista único, não se submetem ao prévio registro na CVM para o exercício profissional da atividade de administração de carteiras de valores mobiliários de terceiros, de que trata o art. 23 da Lei nº 6.385, de 1976.

5. Nessa direção, em 3.3.1998, editou-se a Deliberação CVM nº 244 em virtude da qual as sociedades seguradoras e entidades abertas de previdência privada restaram dispensadas do referido registro quando:

- a) administrarem carteiras de fundo exclusivo de investimento financeiro; e
- b) a própria entidade seja o único quotista do fundo cuja carteira administre.

6. Mais recentemente, motivado pela entrada em vigor da Instrução CVM nº 558/2015 que trouxe nova disciplina aos administradores de carteira de valores mobiliários, este Colegiado aprovou a Deliberação nº 753, de 10.6.2016, que, ampliando o rol de participantes até então contemplados pela Deliberação CVM nº 244/1998, dispensou também as companhias de resseguro e as instituições financeiras do registro de que trata o art. 23 da Lei nº 6.385/1976 para fins de gestão de fundo de investimento de que cotista único.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

7. Em uma primeira leitura, poder-se-ia entender que ambas as decisões foram motivadas em razão (apenas) de a constituição do fundo exclusivo envolver a administração de recursos próprios. Aliás, essa é a razão assinalada expressamente tanto na Deliberação CVM nº 244/1998 como na Deliberação CVM nº 753/2016 para a concessão da dispensa de registro.

8. Creio, contudo, a partir de uma análise mais cuidadosa, que as decisões se sustentam em dois fundamentos distintos e complementares, a saber, que a constituição do fundo exclusivo se dê no bojo do exercício de atividade (i) não alcançada pelo disposto no art. 23 da Lei nº 6.385/1976, mas (ii) submetida à regulação financeira setorial de competência de outro órgão regulador do Sistema Financeiro Nacional.

I. Não incidência do art. 23 da Lei nº 6.385/1976

9. De acordo com aludido art. 23, “o exercício profissional da administração de carteiras de valores mobiliários de outras pessoas está sujeito à autorização prévia da Comissão”. Como se depreende de leitura do dispositivo, a atividade de administração de carteira pressupõe a entrega ao profissional de recursos de terceiros. Sendo assim, a gestão de recursos próprios (pertencentes ao próprio administrador) constitui atividade diversa que, por conseguinte, não se sujeita à autoridade regulatória da CVM.

10. Daí resulta que o real fundamento para a dispensa do registro na CVM, ainda que não explícito nas Deliberações mencionadas acima, é o reconhecimento de que a gestão de fundo exclusivo por entidade integrante do Sistema Financeiro Nacional traduz atividade estranha à administração de carteira de valores mobiliários de terceiro, de que trata aludido art. 23 da Lei nº 6.385/1976. Nessa direção, consta expressamente da ata da decisão de 24.5.2016, como fundamento para a edição da Deliberação CVM nº



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

753/2016, que as instituições financeiras exercem “(...) *atividade não regulada pela Autarquia, sem previsão na Lei nº 6.385/1976 (a gestão de recursos próprios), mas exercida com o uso de um veículo de investimentos regulador e supervisionado, em sua amplitude, quando registrado na CVM*”.

11. Tal observação é importante na medida em que revela o cabimento da referida dispensa quando a entidade constituir fundo exclusivo para o exercício de atividade não abrangida pelo art. 23, e não apenas no caso de realizar a gestão de recursos próprios. Com efeito, tal hipótese não esgota todas as razões que podem levar determinado participante do SFN a constituir fundo de que seja cotista único.

12. A meu ver, enquadra-se nessa situação a EFPC que constitui fundo exclusivo, nada obstante tal entidade administrar recursos de terceiros, a saber, dos participantes e assistidos dos diferentes planos previdenciários fechados que estejam sob sua responsabilidade. Ainda que eu tenha entendimento em parte divergente acerca da qualificação jurídica da EFPC, pois me parece que, a rigor, tal entidade ostenta a titularidade fiduciária dos recursos entregues por participantes e assistidos, que formam, no âmbito de cada plano previdenciário, patrimônio autônomo, mostra-se irrefutável a conclusão do Diretor Gustavo Borba de que se trata de atividade de administração de recursos de terceiros.

13. A identificação da titularidade dos recursos não é decisiva para qualificar os recursos como próprios ou de terceiros. Assim é que, na administração de recursos de que trata o art. 23 da Lei nº 6.385/1976, os recursos geridos podem ser mantidos em nome de determinado investidor, como se verifica ordinariamente na carteira administrada, em nome de coletividade de investidores, como se observa nos fundos de investimento em geral, ou ainda em nome do próprio administrador, como ocorre nos fundos de investimento imobiliário e nas carteiras administradas em regime de comissão. Em todos esses casos, qualifica-se juridicamente a atividade desempenhada



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

pelo profissional como administração de carteira de valores mobiliários de terceiros, tendo em vista o escopo da relação mantida com o cliente.

14. Em suma, a EFPC desempenha atividade de administração de recursos de terceiros, que, todavia, não se submete ao regime instituído no art. 23 da Lei nº 6.385/1976. Isto porque a sua atividade se sujeita a disciplina jurídica própria cujas bases se encontram estabelecidas na Lei Complementar nº 109/2001. Vale dizer, portanto, que a gestão de planos de benefícios de natureza previdenciária, patrocinados ou instituídos, encontra-se subtraída da incidência do art. 23 da Lei nº 6.385/1976 em virtude de legislação setorial específica.

II. Submissão à regulação financeira específica

15. Desta feita, chego ao segundo requisito necessário para que seja dispensado do registro de que trata o mencionado art. 23 o gestor de fundo do qual seja cotista único. Ainda que as decisões anteriores do Colegiado não sejam explícitas a esse respeito, parece-me imprescindível que o gestor seja participante do Sistema Financeiro Nacional, sujeito a regulação financeira específica. De outro modo, ausente tal fundamento, chegar-se-ia à conclusão, a toda evidência indesejável, de que estaria dispensado do aludido registro todo investidor profissional que pretendesse constituir fundo do que fosse cotista único.

16. É porque o participante do SFN se submete a regulação específica, que muitas vezes estabelece regras redundantes ou conflitantes com as do mercado de valores mobiliários, que a CVM permite a gestão de fundo exclusivo sem o credenciamento.

17. Ainda que não tenha sido explicitado nas decisões anteriores do Colegiado, tal fundamento permeia todo o raciocínio conduzido a respeito da questão. Assim, no



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

âmbito deste processo, ao tratar da dispensa em favor das instituições financeiras, a ANBIMA destacou que tais instituições, em razão da regulamentação do Conselho Monetário Nacional – CMN e do Banco Central do Brasil, já são obrigatoriamente providas de estruturas de gestão de recursos próprios e gerenciamento de riscos – que é um dos temas tratados pela Instrução CVM nº 558/2015. Nessa mesma linha, a ANBIMA ressaltou que a referida Instrução estabelece diversas obrigações que se afiguram desarrazoadas ou supérfluas em relação às tesourarias das instituições financeiras.

18. A meu ver com razão, tais argumentos foram acolhidos pela SIN e pelo Colegiado, tendo o Memorando nº 21/2016-CVM/SIN consignado que a Instrução CVM nº 558/2015 *“traz mesmos importantes desafios no cumprimento, por esses participantes de mercado, em relação às exigências regulatórias impostas, até porque muitas delas, na verdade, sequer manterão algum sentido”*.

19. Nessa direção, a título ilustrativo, o Memorando menciona as seguintes regras da CVM que se revelam inócuas frente ao regime regulatório específico a que se sujeitam as instituições financeiras e as EFPCs:

“Os requisitos associados a (1) diversos aspectos da função de gestão de risco (pois a regulação da CVM apresenta, naturalmente, foco e objetivos distintos daqueles vistos na regulação do BACEN para a tesouraria das instituições financeiras, ou na regulação da PREVIC para os fundos de pensão); (2) várias das estruturas mínimas de controle e compliance exigidas do gestor de recursos de terceiros (por exemplo, políticas como a de fair allocation ou seleção de corretoras, dentre outras, ganham contornos diferentes ou são inaplicáveis), (3) a necessidade de disclosure de muitas das informações previstas no Formulário de Referência a respeito da estrutura dessas tesourarias ou EFPCs, ou mesmo, em última instância, (4) a correta interpretação do ‘dever fiduciário’ oponível ao gestor de recursos de terceiros, que não se encaixa com propriedade à forma e pressupostos de atuação de um gestor de recursos próprios, onde esse terceiro sequer existe”.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

20. Nesse tocante, as EFPCs se encontram em situação semelhante à das instituições financeiras, já que se submetem a regime regulatório específico que, em diversos aspectos, revela-se incompatível com as disposições estabelecidas Instrução CVM nº 558/2015 ou, ao menos, torna ociosa a aplicação dessas últimas. Nessa direção, como consta do Memorando nº 21/2016-CVM/SIN, foram identificadas as seguintes contradições ou redundâncias:

- (i) a Instrução da CVM exige que conste do objeto social da gestora a atividade de administração de carteiras, o que colide com o disposto no art. 32 da LC nº 109/2001;
- (ii) a Instrução da CVM exige que a responsabilidade pela gestão de riscos seja atribuída a diretor estatutário diverso daquele responsável pela administração de carteira ao passo que as regras da PREVIC determinam que todas as atividades sejam desempenhadas por um mesmo administrador;
- (iii) a Instrução PREVIC nº 13/2014 requer das EFPC a divulgação do Relatório Anual de Informações, que conteria conjunto de informações mais pertinente do que o Formulário de Referência instituído pela Instrução CVM nº 558/2015.

21. Como se vê, portanto, as EFPC estão submetidas a regulação financeira específica, que leva em consideração as suas peculiaridades. Tal regulação, diga-se por oportuno, tem finalidades análogas à da CVM, uma vez que toda regulação financeira tem por objetivo maior a preservação da higidez do sistema financeiro e a tutela da poupança pública. Assim como a atuação da CVM tem por finalidade proteger o investidor que entrega seus recursos ao administrador profissional de carteira, a PREVIC tem por missão zelar pelos interesses dos participantes e os assistidos dos planos fechados de previdência complementar.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

22. Tudo isso me leva, portanto, à conclusão de que as EFPC também preenchem o segundo requisito para a concessão da dispensa do registro de que trata o art. 23 da Lei nº 6.385/1976 para fins de gestão de fundo de investimento de que seja cotista único.

III. Conclusões e considerações finais

23. Por todo o exposto, à semelhança do que ocorre em relação às instituições financeiras, entidades abertas de previdência complementar e companhias seguradoras, entendo cabível a concessão da dispensa do registro de que trata o art. 23 em favor das EFPC que fazem a gestão de fundo de investimento de que seja cotista único. A meu ver, tal solução impõe-se até mesmo por uma questão de isonomia e coerência regulatória.

24. Entendo, ademais, que de todas as alternativas regulatórias esta é a mais equilibrada. De uma parte, a submissão das EFPC a processo de adaptação parcial às disposições da Instrução CVM nº 558, de 2016, mediante a concessão de dispensa ao cumprimento de determinados requisitos normativos, não se afigura apropriada, vez que criaria regime regulatório intermediário e ambíguo.

25. De outra parte, não me parece razoável exigir das EFPC a plena observância das disposições da Instrução CVM nº 558/2015. Tal solução, na prática, resultaria em proibir tais entidades de realizar a gestão de seus fundos exclusivos, já que se encontram impossibilitadas de cumprir determinadas regras da referida Instrução, em virtude restrições estabelecidas na regulação setorial, como já visto acima. Desse modo, se quisessem continuar a administrar recursos por meio da constituição de fundos exclusivos, as EFPCs se viriam obrigadas a contratar gestor registrado na CVM.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

26. A esse respeito, vale lembrar que desde a edição da Resolução CMN nº 3.121/2003, as EFPC vêm fazendo a gestão de seus fundos exclusivos, os quais possuem, nos dias atuais, ativos no valor total de R\$ 140 bilhões.¹ Diante disso, entendo que eventual decisão da CVM no sentido de interromper essa atividade deveria ser precedida de minuciosa análise de suas repercussões, levando em consideração, inclusive, os novos custos que seriam incorridos pelas EFPC com a contratação de gestores para seus fundos exclusivos.

27. Em tese, uma razão que poderia justificar tal decisão é a percepção, devidamente embasada, de que tal atividade traz riscos para os participantes e assistidos dos planos previdenciários fechados ou, em termos mais amplos, para a hígidez do sistema financeiro. No entanto, no momento atual, não se dispõe de evidências objetivas que sustentem tal entendimento.

28. Em suma, ante a ausência de razões que justifiquem tal medida, não me parece conveniente, neste momento, proibir as EFPC de realizar a gestão de fundo de que seja cotista único.

Rio de Janeiro, 22 de novembro de 2016

Original assinado por

Pablo Renteria

DIRETOR

¹ De acordo com os dados fornecidos no Memorando nº 21/2016-CVM/SIN.