



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

Ofício Interno nº 21/2022/CVM/SDM

Rio de Janeiro, 19 de outubro de 2022.

À SGE

Assunto: **Ambiente Regulatório Experimental (art. 26, Resolução CVM 67) - Proposta de edição de ato normativo de caráter temporário**

Prezado Superintendente Geral,

I. Histórico

1. Fazemos referência ao Ofício Interno nº 76/2022/CVM/SIN/GIFI (doc. SEI nº 1541239), por meio do qual a SIN analisou consulta formulada por gestoras de fundos de investimento na qual foram pleiteadas dispensas relacionadas ao envio do Demonstrativo de Composição e Diversificação das Aplicações de Carteiras – CDA (“Consulta”), alegando, dentre outros pontos, que suas posições podem ser facilmente identificadas, antecipadas e replicadas, com grande prejuízo para seus investidores, especialmente a partir do uso de ferramentas automatizadas que permitem identificar e replicar, com velocidade e precisão, a carteira de fundos de investimento. Assim, solicitam as seguintes dispensas:

"a) omitir, por 180 dias, na forma do art. 56, § 3º, inciso II da Instrução CVM nº 555/14 (“Instrução CVM nº 555”), a identificação e a quantidade de valores mobiliários nos demonstrativos de composição e diversificação de carteira (“CDA”) divulgados, sem necessidade de autorização específica da CVM para cada ocultação por esse período; e

b) passar a divulgar trimestralmente o CDA, com dispensa do cumprimento do prazo previsto do art. 59, inciso II, alínea ‘b’ da Instrução CVM nº 555, observada a manutenção de seu envio mensal para a CVM, que divulgará o demonstrativo em sua rede mundial de computadores a cada 3 meses."

2. A SIN analisou o pleito e, em síntese, confirmou que tais ferramentas são capazes de obter informações precisas e tempestivas das carteiras de investimentos dos fundos, o que pode, de fato, prejudicar algumas dessas estratégias de investimento, pois, *"por meio dessa replicação outros investidores alavancam um*

processo de antecipação na aquisição (ou alienação, conforme o caso) dos ativos que seriam objeto de aquisição pelos fundos, reduzindo os ganhos potenciais da operação, que passam a ser compartilhados pelos replicadores, afinal, esses movimentos tendem a já provocar subidas (ou quedas, respectivamente) nos preços dos ativos alvo que reduzem a potência das estratégias desenhadas por esses gestores".

3. Por outro lado, afirmou que seria justo reconhecer que, com o avanço das tecnologias associadas a essas replicações, a ampliação da omissão da carteira para 180 dias não anularia a estratégia dos algoritmos, mas apenas a reduziria, tanto que, mesmo nas jurisdições com maior flexibilidade na divulgação da carteira, tais replicadores também continuam existindo e operando.

4. A SIN ressaltou também que não há um padrão internacional em relação à forma e periodicidade de divulgação de carteiras, havendo, ao revés, significativa amplitude e heterogeneidade de tratamento entre os reguladores de mercado de capitais.

5. Ademais, ponderou que o regime informacional vigente em si não é um problema, uma vez que confere à indústria um nível de transparência e de qualidade de informações que traz diversos benefícios ao mercado e, nesse sentido, qualquer tipo de mitigação desse regime deveria ter caráter excepcional, para certas situações *"cujo fundamento demonstre que o benefício perseguido por sua concessão supera os que atualmente são alcançados pelo regime vigente"*.

6. A SIN identificou que o pedido tinha caráter indeterminado, o que o diferenciaria de um pedido de dispensa de requisito regulatório ordinário, motivo pelo qual solicitou aos consulentes o estabelecimento de um perímetro mais claro acerca de que fundos deveriam contar com essa dispensa. Em resposta, o grupo de gestores informou que *"os fundos se enquadrariam nas subcategorias ANBIMA "fundos de investimento em ações ativos" e "fundos previdenciários ações ativos", categorias esses que, no seu todo, representam 5,32% da indústria."*

7. Além dessa questão do perímetro, a SIN identificou que se tais dispensas fossem concedidas no formato solicitado, poderia haver algum tipo de assimetria de tratamento em relação a outros fundos não geridos pelos consulentes e que tivessem estratégias semelhantes, o que poderia significar um *"privilégio do regulador concedido a apenas uma fração de um mercado que compete entre si"*. Em relação a essa preocupação, ressaltou que o esclarecimento de que todos os fundos de investimento envolvidos se enquadram em categorias ANBIMA específicas poderia direcionar as preocupações levantadas, pois *"(1) não se estaria mais diante de um pedido abstrato, inconcebível de contar com uma dispensa, por tratar de possíveis "fundos futuros a serem constituídos" em condições não determinadas; e (2) seria dado tratamento homogêneo a toda a gama de fundos da indústria que convivem com o mesmo problema que fundamenta o pedido"*. Levando todos esses pontos em consideração, a SIN apresentou a seguinte sugestão de encaminhamento (grifou-se):

"22. Ainda, é justo observar que o referido apresenta uma amplitude típica de uma discussão regulatória, uma vez que alcançaria toda uma tipologia conhecida de fundos. Assim, pode ser o caso aqui de se aplicar, com o apoio da Superintendência de Desenvolvimento de Mercado ("SDM"), **um regime regulatório experimental à espécie**. É, para relembrar, o teor do disposto no artigo 26 da Resolução CVM nº 67:

Art. 26. Previamente à realização de AIR e de consulta pública, caso os estudos e discussões conduzidos sobre determinada matéria concluam pela premência de soluções normativas cujas características justifiquem, conforme decisão do Colegiado, a criação de um ambiente regulatório

experimental, podem ser editados atos normativos de caráter temporário, a partir dos quais se buscará avaliar empiricamente os benefícios e os procedimentos mais adequados para a implementação da solução preconizada.

23. Dadas as incertezas que ainda pairam sobre os resultados pretendidos com a dispensa, em particular quanto à eficácia na tentativa de preservação das estratégias ativas de que se cuida, de um lado; e o impacto informacional que pode ter sobre investidores e o mercado, além dos riscos de supervisão já citados, de outro; esse tratamento parece conferir um caráter provisório à decisão que pode se mostrar desejável neste caso, em especial a depender dos desdobramentos gerados pela decisão que a CVM vier a tomar.

24. Além disso, a medida guardaria mais coerência lógica com o alcance da dispensa aqui defendida, já que, diferente do que se expôs no pedido inicial, ele não se restringiria mais a uma lista de fundos determinada de um grupo de gestores limitado, mas sim, a toda uma tipologia de fundos de investimento em ações existente no mercado, o que parece ser melhor tratado por meio do uso desse instituto do que por meio da concessão de uma dispensa específica."

8. A questão foi submetida à apreciação do Colegiado que, em reunião realizada em 5 de julho de 2022, solicitou fossem feitas diligências adicionais pela SIN, em conjunto com a SDM, para que fosse obtido parecer da Procuradoria Federal Especializada da CVM - PFE, acerca da (i) necessidade de realização de AIR em regimes regulatórios experimentais; e (ii) possibilidade de dispensa da elaboração de AIR com base no art. 4º, VII, do Decreto nº 10.411, de 30 de junho de 2020.

II. Consulta à PFE

9. A SDM solicitou, então, manifestação da PFE pedindo que fossem esclarecidos os seguintes pontos:

a) Para fins da edição futura de atos normativos com base no art. 26 da Resolução CVM nº 67, de 2022, é possível a interpretação de que, independentemente de qualquer enquadramento nos incisos dos arts. 3º e 4º do Decreto 10.411/20, seria possível a não realização de análise de impacto regulatório, uma vez que o objetivo pretendido com a elaboração do AIR seria atendido por meio do próprio ato a ser editado em caráter temporário?

b) Caso a resposta à questão "a" seja negativa, e com o intuito de abordar especificamente o caso concreto relatado neste ofício interno, é possível enquadrar a situação em tela como uma dispensa de AIR com base no art. 4º, VII, do Decreto nº 10.411/20, uma vez que a medida sugerida reduz "exigências, obrigações, restrições, requerimentos ou especificações" e, assim, acarreta diminuição de custos regulatórios?

10. Em síntese, a Procuradoria entendeu, em relação às questões levantadas, respectivamente:

a) que em se tratando de edição de norma de caráter temporário, a não realização de análise de impacto regulatório demandaria despacho do componente organizacional fundamentando a dispensa, vez que, ainda que o objetivo pretendido com a elaboração do AIR seja atendido por meio da edição do referido normativo, não parece possível substituir um procedimento pelo outro. Ressaltou, ainda, que *"considerando a edição de ato normativo precário como uma das etapas metodológicas que culminariam com a elaboração do AIR, não haveria, necessariamente, que se falar de dispensa, visto que se cuidaria de mais uma metodologia a ser adotado pelo regulador, dentro do que autoriza o art. 7º, § 2º, do Decreto nº 10.411/2020. A*

solução aventada, no entanto, se cogita de lege ferenda, haja vista que não se insere dentre os métodos adotados pelos artigos 11 a 13 da Resolução CVM n. 67/2021, citados supra, para o processo de normatização da Autarquia. E, tampouco, foi aventada pelo mencionado regulamento."; e

b) uma vez verificado de plano que o ato normativo temporário a ser editado reduz "exigências, obrigações, restrições, requerimentos ou especificações" e, assim, acarreta diminuição de custos regulatório, parece possível o enquadramento da hipótese no disposto no Decreto nº 10.411/2020 e art. 14, VII, da Resolução CVM n. 67/2021, sem prejuízo da exigência de que haja decisão fundamentada do órgão ou da entidade competente, formalizada nos termos prescritos pela referida resolução

III. AIR e Consulta Pública

11. Assim, pelo exposto, em relação à necessidade de realização de análise de impacto regulatório, vislumbra-se a possibilidade de dispensa nos termos do art. 4º, VII, do Decreto nº 10.411, de 2020, refletido no art. 14, VII, da Resolução CVM nº 67, de 2022, uma vez que se trata de ato normativo que reduz exigências, obrigações, restrições, requerimentos ou especificações, diminuindo, assim, custos regulatórios.

12. Além disso, propõe-se a edição da norma sem a submissão da matéria à consulta pública, com base no art. 31, II, da Resolução CVM nº 67, de 2022, que determina que podem não ser submetidas à consulta pública, conforme decisão do Colegiado, a edição de atos normativos de caráter experimental.

IV. Conclusão

13. Em razão do exposto, esta área vem, em conjunto com a SIN, propor a edição de ato normativo temporário, de caráter experimental, nos termos do art. 26 da Resolução CVM nº 67, de 2022, conforme minuta constante do doc. SEI1630300, propondo, desta forma, o encaminhamento do presente Ofício Interno ao Colegiado da CVM para deliberação, tendo a SDM e a SIN como relatoras.

Atenciosamente,
JULIANA MORAES DE SOUZA
Assistente Técnica SDM

De acordo. À SGE.
ANTONIO CARLOS BERWANGER
Superintendente de Desenvolvimento de Mercado

De acordo. À EXE para providências exigíveis.
ALEXANDRE PINHEIRO DOS SANTOS
Superintendente Geral



Documento assinado eletronicamente por **Juliana Moraes de Souza, Assistente Técnico**, em 19/10/2022, às 07:47, com fundamento no art. 6º do Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015.



Documento assinado eletronicamente por **Antonio Carlos Berwanger, Superintendente**, em 19/10/2022, às 09:58, com fundamento no art. 6º do Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015.



Documento assinado eletronicamente por **Alexandre Pinheiro dos Santos, Superintendente Geral**, em 19/10/2022, às 19:29, com fundamento no art. 6º do Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015.



A autenticidade do documento pode ser conferida no site https://super.cvm.gov.br/conferir_autenticidade, informando o código verificador **1622752** e o código CRC **9D277606**.
*This document's authenticity can be verified by accessing https://super.cvm.gov.br/conferir_autenticidade, and typing the "Código Verificador" **1622752** and the "Código CRC" **9D277606**.*