



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 - www.cvm.gov.br

Ofício-Circular nº 2/2023/CVM/SIN

Rio de Janeiro, 3 de maio de 2023

Aos administradores e gestores de fundos de investimento

Assunto: Interpretação de dispositivos do Anexo Normativo I da Resolução CVM nº 175

Prezados Senhores,

Este Ofício Circular tem como objetivo divulgar as interpretações da superintendência de supervisão de investidores institucionais (“SIN”) sobre os dispositivos do Anexo Normativo I da Resolução CVM nº 175.

Recomendamos, para melhor entendimento dos temas aqui expostos, que as interpretações ora expostas sejam lidas em conjunto com as divulgadas anteriormente por meio do Ofício-Circular-Conjunto nº 1/2023/CVM/SIN/SSE, que tratou de interpretações conjuntas da SIN e SSE a respeito da parte geral da Resolução CVM nº 175.

Para fins de melhor organização dos assuntos, os esclarecimentos serão feitos através de perguntas e respostas que foram consolidados a partir de dúvidas recebidas do mercado.

Atenciosamente,

Assinado digitalmente por

DANIEL WALTER MAEDA BERNARDO

Superintendente de Supervisão de Investidores Institucionais



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 - www.cvm.gov.br

Sumário

A) Exposição a risco de capital.....	3
B) Parcela da taxa de performance a ser paga ao distribuidor	6
C) Exceção para classes restritas.....	7
D) Investimento no exterior	8
E) Carteira dos fundos.....	11
F) Interlocação entre prestadores essenciais e CVM.....	11
G) Desenquadramento e prazos para comunicação.....	12
H) Verificações necessárias pelo Administrador	12
I) Limites por emissor	13
J) Classe de investimento em cotas.....	14
K) Responsabilidades dos custodiantes	16
L) ISIN e outros códigos.....	16
M) Prazos máximos para atingimento dos limites aplicáveis às classes	17
N) Distribuição de classe única.....	17
O) Exposição da taxa de administração	18
P) Criptoativos.....	18
Q) Crédito de carbono	19



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 - www.cvm.gov.br

A) Exposição a risco de capital

1. Fundos Long and Short: sentimos falta de tratamento específico para os fundos Long and Short. Entendemos que tais fundos não deveriam possuir limites de margem em razão das particularidades do produto e por possuir critérios específicos, uma vez que, em situações práticas, consomem mais margem em decorrência não apenas das operações em derivativos, mas também por manter posições em BTC. Qual o racional seguido pela CVM para não tratamento específico destes fundos?

Resposta: Vale reportar, inicialmente, à edição da Resolução CVM nº 181, que, ao alterar a Resolução CVM nº 175, incluiu o § 5º ao artigo 73 do Anexo I, dispensando expressamente os fundos denominados no mercado como *long and short* de cumprir limites de exposição a risco de capital.

De toda forma, relembremos a necessidade de previsão da classificação do fundo como *long and short* na política de investimento do fundo, assim como o estabelecimento em regulamento dos limites máximos de margem a que o fundo poderá estar exposto, como medida de transparência mínima a respeito de até que nível o fundo pretende fazer uso de exposições dessa natureza como parte de sua estratégia.

2. Operações no mercado doméstico x no exterior: propusemos em nossa manifestação que os controles para exposição a risco de capital considerassem apenas as operações realizadas pelos fundos nos mercados domésticos, não considerando operações realizadas no exterior, mas não identificamos tal segregação na Res. CVM 175. Entendemos que tal segregação se faz necessária, pois as operações no exterior têm características próprias (controles, exigências, limites, métricas, dentre outros) não totalmente compatíveis com os parâmetros do mercado local.

Caso a regra de fato englobe as operações realizadas no exterior, certamente encontraremos grandes distorções e complexidades na observância e implementação das regras. Qual o racional seguido pela CVM para não segregação dos investimentos, e qual a expectativa para a implementação prática considerando as diferenças entre os mercados e controles domésticos e internacionais?

Resposta: Entendemos a complexidade que o tema pode assumir no caso das posições no exterior, mas a não aplicação das exigências de exposição a risco de capital para essas posições geraria assimetria de tratamento em favor delas que não se justificaria. Assim, o gestor deve, à luz dessa regra, definir metodologia de cálculo que leve em consideração o valor das margens exigidas em operações realizadas com garantia somada à margem potencial de operações de derivativos no exterior sem garantia adicionadas às margens requeridas para as posições de derivativos realizadas no mercado local.



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 - www.cvm.gov.br

3. A responsabilidade de consolidação sobre os fundos investidos no exterior quanto à margem recai sob o gestor ou sob o administrador?

Resposta: Recai sobre o gestor, mantida a verificação do administrador (artigo 25, II, do Anexo Normativo I).

4. O Art. 16, Parágrafo único, do Anexo I prevê que “a classe fica exposta a risco de capital quando realiza operações em valor superior ao seu patrimônio”. Restam dúvidas sobre como compatibilizar o conceito apresentado neste artigo com a métrica de consolidação de margem apresentada no Art. 73 também do Anexo I.

Isso, pois o Art. 16 aparenta se aproximar do conceito de notional, enquanto o Art. 73 trata expressamente de margem. Ainda, o conceito apresentado pelo Art. 16 também gera confusão ao ler a definição de exposição a risco de capital apresentada no Art. 3; XXIV da Regra Geral: exposição da classe de cotas ao risco de seu patrimônio líquido ficar negativo em decorrência de aplicações de sua carteira de ativos.

Qual o entendimento do regulador sobre este tema?

Resposta: Entendemos que os conceitos do artigo 16 e 3º, XXIV têm a ambição de definir o conceito de “exposição a risco de capital”. Já os requisitos do artigo 73 definem a métrica e limites para aferir essa exposição (ainda que, é de se reconhecer, por vezes margens não representem esses conceitos com total fidelidade, e por isso da existência de limites distintos e algumas exceções a seu cumprimento). Assim, por possuírem papéis diferentes na lógica normativa, entendemos que os dispositivos não conflitam.

5. Também gostaríamos de esclarecer alguns conceitos utilizados nesses artigos: (i) A margem requerida seria aquela atualmente já cumprida pelo gestor perante a B3? (ii) A margem potencial seria calculada com base em modelos de stress divulgado pela B3 (cenário envelope) levando em consideração tudo que o fundo operou sem margem requerida na B3? (iii) O que a norma quis dizer com o conceito “coberturas”? Seriam as operações de swap equivalente a depósito/ chamada de margem (swap com prêmio)?

Resposta: O conceito de Margem Bruta engloba os conceitos de Margem Requerida e Margem Potencial.

Margem Bruta = Margem Requerida + Margem Potencial

Margem Requerida = margem de garantia exigida e derivada de operações realizadas na B3 + Coberturas (margem de garantia exigidas nos mercados local ou internacional excluída a margem de garantia exigida pela B3)



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 - www.cvm.gov.br

Margem Potencial = margem equivalente para operações de derivativos sem garantia. Deve se basear em modelo de cálculo de garantia do administrador e não pode ser compensado com as margens das operações com garantia.

Também é importante esclarecer que o cálculo de margens deve prever cenários de variações de preços em períodos de normalidade e também em cenários de estresse. É responsabilidade do gestor acompanhar e gerenciar as posições para evitar que os limites de margem bruta previstos nos regulamentos sejam descumpridos.

6. Ainda sobre o Art. 73 do Anexo I, em seu § 2º está previsto que o cálculo de margem potencial deve se basear em modelo de cálculo de garantia do administrador, consistente e passível de verificação, e não pode ser compensado com as margens das operações que contem com cobertura ou margem de garantia. A margem potencial de fato será calculada com base em modelo do administrador? Não deveria ser do gestor?

Resposta: Pela sensibilidade do tema e o potencial de conflitos de interesse que pode emergir na responsabilidade do cálculo com o gestor, a regulação optou pelo administrador nessa função. Nada impede que o gestor realize o cálculo na prática, mas o administrador deverá endossá-lo em algum momento, dada sua responsabilidade. A atribuição do administrador, na hipótese em questão, vai além do dever de verificação mais amplo, consistindo em matéria de competência e responsabilidade específica do administrador.

7. O cálculo de margem bruta será feito levando em conta a margem requerida pelas posições alavancadas, ou levando em conta o valor de mercado dos ativos bloqueados em garantia?

Resposta: Deve-se levar em conta a margem requerida, e não a efetivamente depositada.

8. Os limites de margem descritos na norma devem ser aplicáveis apenas aos fundos que possam estar expostos acima do patrimônio? Caso o fundo não admita estar exposto acima do patrimônio não haverá limite de margem?

Resposta: Os limites de margem definidos na norma são aplicáveis a todos os fundos destinados a investidores qualificados e não qualificados que realizem operações com derivativos e/ou empréstimos de ativos financeiros, independentemente de a exposição em derivativos ser superior ou não ao Patrimônio Líquido do Fundo.

9. Dispõe o artigo 3º, XXIV, do Anexo Normativo I que:

Art. 3º Para os efeitos desta Resolução, entende-se por:

(...)

XXIV – exposição a risco de capital: exposição da classe de cotas ao risco de seu patrimônio líquido ficar negativo em decorrência de aplicações de sua carteira de ativos;

Art. 73. Preservada a possibilidade de o Regulamento estabelecer limites menores, o gestor deve observar os seguintes limites máximos de utilização de margem bruta:



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 - www.cvm.gov.br

(...)

§ 4º *Classes de cotas exclusivamente destinadas a investidores profissionais não possuem limites de exposição a risco de capital, exceto pelo que porventura dispuser o Regulamento, nos termos do art. 17, inciso V, deste Anexo Normativo I.*

O regulador entende que caso a classe não permita exposição a risco de capital, não haverá, desta forma, limite máximo de margem? Ademais, os limites previstos no Art. 73 não precisam ser observados apenas às classes de investidores profissionais, sendo ainda observadas para investidores qualificados?

Resposta: As exceções para que um fundo não possua limite de margem são (1) que o fundo não possa realizar operações com derivativos e/ou empréstimo de valores mobiliários, ou (2) na hipótese de o fundo ser destinado a investidores profissionais. Neste sentido, somente para os fundos destinados a investidores profissionais poderá ser previsto limite de margem ilimitada. Vale lembrar, ainda, que o controle de margem e a adequação aos limites estabelecidos em regulamento têm caráter prudencial, em particular em cenários de estresse nos quais estratégias mais alavancadas podem provocar corridas por resgates em fundos mais pulverizados e com investidores de nível mais incipiente de sofisticação.

B) Parcela da taxa de performance a ser paga ao distribuidor

10. Dispõem o artigo 28 do Anexo Normativo I, assim como os artigos 3º, XXXVII e 113, III, da Resolução, que:

Anexo Normativo I

Art. 28. O regulamento pode estabelecer a cobrança de taxa de performance pelo gestor.

Resolução

Art. 3º Para os efeitos desta Resolução, entende-se por:

(...)

XXXVII – taxa máxima de distribuição de cotas: taxa cobrada do fundo, representativa do montante total para remuneração dos distribuidores, expressa em percentual anual do patrimônio líquido (base 252 dias);

(...)

Art. 113. O regulamento da classe de cotas restrita pode:

(...)

III – calcular e cobrar as taxas previstas na regulamentação consoante qualquer critério estabelecido em seu regulamento;

(i) É possível o rebate de performance para o distribuidor em fundos destinados ao público em geral?



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 - www.cvm.gov.br

Resposta: Não, eventual remuneração para o distribuidor baseada na taxa de performance devida ao gestor só será possível para fundos destinados para investidores qualificados e profissionais, nos termos do artigo 113, III, da Resolução. Isso porque o artigo 28 do Anexo Normativo I determina que a remuneração por taxa de performance deve ser estabelecida em favor do gestor.

(ii) Considerando os dispositivos acima, gostaríamos de verificar se é possível ao distribuidor receber parcela da taxa de performance prevista no anexo da classe restrita, uma vez que o art. 113, III, permite a cobrança de taxas de acordo com o previsto no regulamento. Nesse caso, seria permitido prever no anexo a taxa máxima de distribuição com base no patrimônio líquido da classe, bem como um percentual da taxa de performance do fundo?

Resposta: Para investidores qualificados e profissionais é possível estabelecer um acordo de remuneração sobre a taxa de performance, dada a exceção prevista no artigo 113, III, da Resolução; assim como, o cálculo de um percentual da taxa de performance devida ao gestor como forma alternativa de divulgação da “taxa máxima de distribuição” nesse caso específico.

(iii) Em classes não restritas, seria também possível ao distribuidor receber parcela da taxa de performance prevista no anexo da classe restrita, desde que o percentual da taxa máxima de distribuição não seja superado? Nesse caso, como deveria ser feita a provisão diária da parcela da taxa de performance atribuível ao distribuidor?

Resposta: Não. Como previsto no artigo 28 do Anexo Normativo I, a taxa de performance para os fundos em geral deve ser paga apenas ao gestor, observada a transição do estoque de fundos 555, conforme explanação contida no **Ofício-Circular-Conjunto nº 1/2023/CVM/SIN/SSE**. E respeitada, de qualquer forma e como já exposto, a maior liberdade conferida à estipulação de acordos de remuneração mais flexíveis nas classes restritas (artigo 113, III, da Resolução).

(iv) Nos casos em que houver a necessidade de publicação do material de divulgação, o material deverá ser do fundo investido ou do fundo investidor?

Resposta: Sempre do fundo que estiver sendo distribuído. Lembrando, de toda forma, que a possibilidade futura de uso de subclasses de cotas pode tornar sem uso os fundos *feeders* de distribuição.

C) Exceção para classes restritas

11. Dispõe o Art 76, inciso I, do Anexo Normativo I:

Art. 76. Em acréscimo às matérias previstas no art. 113 da parte geral da Resolução, o regulamento da classe de cotas destinada exclusivamente a investidores profissionais pode prever:

I – a não observância aos limites de concentração por emissor e por modalidade de ativo financeiro, conforme estabelecidos nos arts. 44, 45 e 70, todos deste Anexo Normativo I;



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 - www.cvm.gov.br

Há previsão de eventual não observância de alguns requisitos para classes restritas (desde que previsto em seus regulamentos), inclusive do limite de crédito privado descrito no Art. 70 do mesmo Anexo.

Tal inclusão traria a possibilidade de majoração do limite de crédito privado, sem a necessidade de observância das exigências previstas no art. 70 (como, por exemplo, prever o sufixo “crédito privado” no nome da classe restrita)?

Resposta: Não. Veja-se que a exigência de fazer constar o termo “crédito privado” na denominação é de natureza informacional, e por isso não deve ser entendida como referente aos “limites de concentração” previstos na norma.

D) Investimento no exterior

12. A regra trouxe um importante avanço permitindo maior abertura a investimentos internacionais, principalmente para investidores de varejo. Quem será o prestador responsável pelos controles necessários para a extrapolação dos limites de 20% e 40% para varejo e qualificado respectivamente? A regra não é clara quanto a este ponto, salvo o inciso III do parágrafo 1º do artigo Art. 43 do Anexo I, que menciona expressamente o gestor.

Resposta: Trata-se de regra de enquadramento, ou seja, de responsabilidade primária do gestor, com verificação pelo administrador (artigo 25, II, do Anexo Normativo I).

13. Com relação à condição estabelecida no Art. 43, § 2º, I do Anexo I, quem será o prestador responsável por verificar a referida condição? A regra não é clara quanto a este ponto, diferente do inciso II do mesmo dispositivo que menciona expressamente o custodiante.

Resposta: A responsabilidade é do gestor, com verificação pelo administrador (Art. 25, II, do Anexo Normativo I).

14. Sobre a não previsão de sufixo de “Investimento no Exterior” para fundos que extrapolem os limites previstos no Art. 43 do Anexo I, assim como o inciso I do Art. 70 do Anexo I obriga a adoção do sufixo de Crédito Privado no nome, a manutenção do sufixo “Investimento no Exterior”, para os fundos e suas classes que possam extrapolar os limites previstos no Art. 43 do Anexo I, traria maior transparência ao cotista quanto aos maiores limites de ativos no exterior que a classe pode observar.

Além disso, a inclusão do sufixo de “Investimento no Exterior” também induz ao melhor entendimento por parte do investidor quanto ao mercado representativo no exterior a que pode estar exposto, sem prejuízo do detalhamento de outras cláusulas do regulamento.



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 - www.cvm.gov.br

Idealmente, entendemos que a manutenção do referido sufixo para o caso de fundos que extrapolem os limites do Art. 43 do Anexo I deveria ser mantida. Qual foi o racional utilizado pela CVM para sua exclusão?

Resposta: Entendemos que o “investimento no exterior” vem deixando de ser indicativo de um fator de risco específico, como no caso do Crédito Privado citado como exemplo, e por isso da exclusão como um sufixo no nome.

Tal medida foi adotada tendo em vista a gradual migração da arquitetura regulatória ao tratamento do investimento no exterior como apenas mais uma modalidade admitida de investimento, e não algo que venha a sugerir uma tipologia própria e individualizada de fundo dedicada a tanto.

De toda forma, vale lembrar que na adaptação dos sistemas pela CVM um fundo poderá ser identificado, por meio de consultas públicas, como um de investimento majoritário no exterior, já que essa informação será um atributo cadastral dos fundos no futuro.

15. Sabemos que a determinação de uma forma eficiente para controlar a exposição com derivativos nos fundos de investimento foi um dos grandes desafios da audiência pública da Resolução CVM 175. Entendemos que a exposição no exterior deva ser controlada utilizando-se a mesma métrica para operações com derivativos no Brasil, qual seja, a margem de garantia conforme Seção IX do Capítulo VIII do Anexo I referente a exposição a risco de capital. No entanto, tal previsão não foi refletida no art. 43 do Anexo Normativo I e o § 3º do referido dispositivo acabou por gerar dúvidas sobre a forma de controlar exposição no exterior. Dessa forma, gostaríamos de esclarecer se a forma de controle da exposição em derivativos no exterior conforme consta do § 3º do art. 43 do Anexo Normativo I pode ser feito através de margem de garantia?

Resposta: Sim. Apesar de suas imperfeições, entendemos que a margem de garantia é a melhor métrica passível de utilização para fins de controle da exposição dos fundos. Nesse contexto, a regulação exige a simetria de tratamento entre as exposições domésticas e *offshore*, de forma a evitar, também, eventuais arbitragens regulatórias.

Cumpramos acrescentar, ainda, que os fundos *offshore* utilizados como veículos de investimento usualmente contam com responsabilidade limitada. Desta forma, caso ocorram perdas extremas que ocasionem um patrimônio líquido negativo no fundo *offshore* investido, o fundo local em regra não é obrigado a aportar capital para cobrir esses prejuízos.

Salientamos, contudo, que o cumprimento do Art. 42, parágrafo 1º, inciso iii e parágrafo 2º já seriam suficientes em termos de controle, visto que, uma vez efetuado por meio de controle das margens de garantia, o parágrafo 3º do Art. 43 já estaria contemplado nesse controle. De toda forma, cumpre esclarecer que se tratam de dois controles diferentes, e assim, os limites de exposição no exterior não se confundem com o controle através da margem de garantia, e ambos precisam ser cumpridos e observados em bases permanentes.



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 - www.cvm.gov.br

16. Quando o gestor detém influência nas decisões de investimento dos fundos local e *offshore*, a consolidação da carteira é viável. Seria possível, nesse caso, extrapolar o limite de 20% para o varejo?

Resposta: Não. O limite se aplica a todos os fundos, independente do gestor possuir influência ou não no fundo *offshore*. A vantagem do gestor nos casos em que detém influência é a de poder calcular os limites de exposição com base na respectiva exposição real mantida pelo fundo *offshore*, considerando a viabilidade da consolidação. Quando não houver tal possibilidade, sugerimos a leitura da resposta à questão 17 seguinte.

17. O §2º do art. 42 dispõe que no caso em que o gestor da classe investidora não detenha influência nas decisões de investimento no exterior, o cálculo da exposição da carteira deve considerar a exposição máxima possível de acordo com as características do fundo investido. Qual a diligência esperada do gestor nestes casos?

Resposta: Quando não há influência nas decisões de investimento no exterior, entendemos que o gestor do fundo local não tem acesso à carteira a priori. Dessa forma, é necessário que, no momento do investimento, o gestor mantenha diligências para a obtenção de informações suficientes com o objetivo de verificar se o investimento a ser realizado é condizente com a estratégia da classe investidora à luz de suas políticas de gestão de risco; ou alternativamente considerar a alocação máxima possível para o cálculo da exposição da carteira.

18. É possível à classe do varejo, que permite o investimento de até 100% de seu patrimônio líquido no exterior, investir até 20% de seus recursos em ativos ou cotas no exterior que observem o disposto nos arts. 41 e 42 do Anexo Normativo I, sendo aplicável o requisito previsto no art. 43, §2º, do Anexo Normativo I apenas ao que exceder o limite de 20% no exterior? O mesmo racional valeria para os fundos destinados a investidores qualificados, em seus respectivos limites?

Caso não seja possível, a classe que pode investir até 100% de seus recursos no exterior estaria vedada a investir seus recursos em classes de mesmo gestor que possam alocar apenas 20% (classes de varejo), uma vez que tais classes devem observar apenas os requisitos previstos nos arts. 41 e 42 do Anexo Normativo I.

Resposta: Não. Importante ressaltar que a previsão do artigo 43, § 2º, do Anexo Normativo I dispõe de forma expressa que “todos os investimentos ocorram por meio de fundos ou veículos de investimento no exterior”. Ou seja, é norma que dispõe sobre fundos *feeder* de distribuição de fundos de investimento estrangeiros ou, no máximo, fundos locais multigestor de fundos de investimento estrangeiros. Por essa razão, não cabe a aplicação das regras gerais previstas nos artigos 41 e 42, e sim e apenas, as previstas no próprio dispositivo e no § 1º antecedente do mesmo artigo do Anexo Normativo I.



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 - www.cvm.gov.br

E) Carteira dos fundos

19. O Art. 56 do Anexo I prevê as regras mínimas as serem cumpridas para os fundos serem considerados como fundos de ações, como minimamente 67% do PL do fundo precisar estar alocado em um conjunto específico de ativos financeiros.

Atualmente a ICVM 555 prevê em seu Art. 115, § 1º, II que os recursos excedentes da carteira (ou seja, o que ultrapassar o limite de 67%) podem ser aplicados em quaisquer outras modalidades de ativos financeiros, observados os limites de concentração da regra, e percebemos que na Resolução CVM 175 essa regra foi alterada.

O Art. 56, § 1º, II do Anexo I diz que os recursos excedentes da carteira podem ser aplicados em quaisquer outras modalidades de ativos financeiros destinados à gestão de liquidez. Esclarecer se a intenção do regulador foi de fato restringir os recursos excedentes somente a ativos líquidos?

Resposta: A interpretação da CVM em relação a esse dispositivo é a de que podem compor esse rol quaisquer ativos financeiros, ainda que por equiparação, admitidos pela regulamentação dos fundos de investimento financeiro, ainda que não sejam individualmente líquidos (como cotas de FIP, por exemplo), desde que respeitem as métricas adotadas pelo gestor em sua gestão de risco de liquidez da carteira, ou seja, que não comprometam o pagamento de resgates do fundo, mesmo em cenários de estresse, nos termos do artigo 92 da parte geral da Resolução.

F) Interlocução entre prestadores essenciais e CVM

20. O Art. 46 do Anexo I trata das responsabilidades corretamente atribuídas ao gestor com relação ao enquadramento aos limites de composição e concentração da carteira, de exposição ao risco de capital e de concentração em fatores de risco. No caso de desenquadramento, o § 2º deste mesmo artigo prevê que o gestor será o responsável por encaminhar à CVM plano de ação para reenquadramento da carteira.

O mesmo acontece no Art. 90 da Regra Geral. Ele trata da ocorrência de desenquadramento passivo no caso de descumprimento dos limites de concentração e diversificação de carteira e concentração de risco definidos, e seu § 2º diz que o gestor deve informar à CVM tão logo o reenquadramento da carteira ocorra.

Apesar do gestor passar a ser expressamente responsável por determinadas questões, o entendimento era de que continuaria sendo responsabilidade do administrador realizar as devidas interações junto à CVM visto que é ele quem atualmente possui o canal estabelecido para tal comunicação.



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 - www.cvm.gov.br

O gestor será mesmo o responsável por realizar comunicações como as mencionadas acima junto à CVM? Em caso positivo, como se dará tal interação? Será criada alguma interface nova para permitir a comunicação entre gestor e CVM?

Resposta: É o administrador que enviará tais comunicados, como agente responsável operacionalmente pelo envio à CVM, ainda que tenham sido elaborados ou providenciados pelo gestor, como participante responsável pela produção e elaboração do documento em questão.

21. Ainda com relação ao enquadramento aos limites de composição e concentração da carteira, de exposição ao risco de capital e de concentração em fatores de risco, solicita-se esclarecer se é correto o entendimento de que deverão ser alvo de plano de ação pelo gestor somente situações de desenquadramento que ultrapassem os 10 dias úteis, sendo que situações que venham a ser resolvidas dentro do prazo estabelecido no § 1º do art. 46 não envolvem nenhum tipo de comunicação junto a CVM.

Resposta: Correto.

G) Desenquadramento e prazos para comunicação

22. Considerando que a regra atual da ICVM 555 trata de dias consecutivos para essas previsões, entendemos que a partir da entrada em vigor da Resolução CVM 175 os prazos devem ser seguidos em dias úteis. Este entendimento está correto?

Resposta: Correto. Aproveitamos para esclarecer que os novos prazos de envio passam a se aplicar a todos os fundos de investimento financeiro com a entrada em vigor da Resolução CVM nº 175, em 1º/10/2023, e tanto a fundos novos quanto aos pré-existentes, e independentemente, ainda, do fundo já existente ter se adaptado ou não à Resolução.

H) Verificações necessárias pelo Administrador

23. O Art. 25 do Anexo I definiu como obrigação do Administrador verificar após a realização das operações pelo gestor (i) a compatibilidade dos preços praticados com os preços de mercado; e (ii) a observância da carteira de ativos aos limites de composição, concentração e, se for o caso, de exposição de risco de capital, em periodicidade compatível com a política de investimentos da classe.

Contudo, não foi definido de forma expressa qual seria o momento e periodicidade das referidas verificações. Qual seria o momento de cada verificação e, para o enquadramento, quais seriam os critérios a serem utilizados para determinar a compatibilidade da periodicidade com a política de investimentos da classe?

Resposta: A definição do momento e periodicidade das verificações ficará a critério das rotinas e políticas adotadas por cada administrador, em observância aos deveres, obrigações



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 - www.cvm.gov.br

e padrões de conduta previstos pela regulamentação. Naturalmente, é esperado que a periodicidade definida varie em função de questões como o tipo e a natureza do ativo envolvido na verificação, respeitadas as particularidades de cada situação específica.

24. Ainda em relação ao dever do Administrador previsto no art. 25 do Anexo I no que se refere ao enquadramento das operações da carteira da classe, determina que o Administrador deve informar à CVM eventual desenquadramento ativo até o final do dia seguinte à data de verificação, o art. 46 determina que o Administrador informe à CVM, caso o desenquadramento ativo persista por 10 dias úteis consecutivos, até o final do útil seguinte ao encerramento do prazo. A intenção é que seja feito o aviso à CVM tanto no primeiro dia útil após a detecção do desenquadramento quanto no 11º dia útil após um desenquadramento de 10 dias úteis consecutivos?

Resposta: Correto, são duas comunicações relacionadas às hipóteses de desenquadramento ativo, uma para dar ciência de sua ocorrência; e outra para notificar sobre a persistência do desenquadramento na carteira. E considerando, conforme respostas anteriores, que a comunicação para a CVM será realizada sempre pelo administrador. Nessa linha, na hipótese do art. 46 do Anexo Normativo I, o gestor deverá encaminhar o plano de ação ali referido ao administrador, para que este possa anexar o documento na comunicação que fará à CVM.

I) Limites por emissor

25. Quanto aos limites por modalidade de Ativo Financeiro elegíveis para os FIFs, o que representam os ativos descritos no artigo 45, inciso IV, alínea j, descritos no Anexo Normativo I?

Resposta: A CVM não teve o objetivo de limitar o escopo do dispositivo a algum tipo de valor mobiliário específico, desde que emitido por companhia aberta e objeto de oferta pública. Apenas possibilitou, ali, a estruturação de fundos de investimento que tenham o propósito específico de participar de uma única emissão de valores mobiliários. Como visto no dispositivo, o regulamento do fundo possuirá, neste caso, política de investimento focada na aquisição de ativos dessa emissão.

26. No Art. 16, III do Anexo Normativo I foi prevista uma ressalva em relação aos ativos fungíveis: III – o percentual máximo de aplicação em ativos financeiros de um mesmo emissor, observado o disposto no art. 44 Anexo Normativo I e sem prejuízo do disposto no art. 45, inciso IV, alínea “j”, ambos deste Anexo Normativo I.

Uma das interpretações para a regra mencionada acima é de que o regulamento do fundo deve prever o limite máximo por emissor, observados os limites de concentração por emissor do Art. 44 e a ausência de limite de concentração dos ativos fungíveis. De forma prática, desde que indicado o emissor no regulamento, o fundo independentemente de seu público-alvo poderia permitir até 100% em emissores de tais ativos (fungíveis)?



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 - www.cvm.gov.br

Resposta: Vide resposta acima. O dispositivo viabiliza a estruturação de fundo que participe de uma única emissão de uma dada companhia aberta. Nessa situação, não estará sujeito a limites de concentração nem por emissor (artigo 44, V, c), nem para a modalidade de ativo (artigo 45, IV, j).

27. A CVM pode definir e dar exemplo de ativos fungíveis?

Resposta: Qualquer um que seja emitido pela companhia aberta numa oferta pública. Ações ou debêntures são os exemplos mais comuns.

J) Classe de investimento em cotas

28. Dispõe o artigo 71 do Anexo Normativo I:

Art. 71. As classes de investimento em cotas devem adquirir classes do mesmo tipo que a sua, exceto no caso de classes tipificadas como “Multimercado”, que podem investir em cotas de FIF de qualquer tipo, sem prejuízo do disposto no § 5º do art. 45 deste Anexo Normativo I.

Parágrafo único. A restrição disposta no caput não alcança a aquisição de cotas no âmbito da gestão de liquidez da classe.

Art. 72. O regulamento da classe de cotas e, se aplicável, sua lâmina deve especificar o percentual máximo do patrimônio líquido que pode ser aplicado em uma única classe, observados os limites de concentração por emissor e modalidade de ativo financeiro previstos neste Anexo Normativo I.

Parágrafo único. Na hipótese de aplicação em classe que possa exceder o limite de concentração em créditos privados de que trata o art. 70 deste Anexo Normativo I, a política de investimento da classe investidora deve detalhar os mecanismos que serão adotados para mitigar o risco de extrapolação do referido limite ou, alternativamente, adotar as medidas dispostas nos incisos I a II do referido artigo

No Art. 71 do Anexo I são dispostas as condições das classes que investem em cotas. Sobre essa modalidade, gostaríamos de verificar o que segue:

(i) Conforme art. 71 e seu parágrafo único, as classes de investimento em cotas somente podem alocar seus recursos em classes de mesma tipificação, com exceção dos multimercados ou de cotas destinadas para liquidez. Desta forma, classes que não sejam tipificadas como “multimercado” não poderão investir em cotas previstas no Art. 45 como, por exemplo, FIDC, FIP, FII, ETF? Considerando que o objetivo da Resolução CVM 175 foi trazer mais flexibilidade aos fundos de investimento, nossa sugestão é para que os §§6º a 10 do Art. 119 da Instrução CVM 555 sejam trazidos para a nova regra, pois, caso contrário, as carteiras dos FICs existentes terão que ser substancialmente modificadas.

Resposta: Não. Como exposto no título da Seção VIII, o dispositivo se refere às possibilidades de investimento de FIF em cotas de outros FIF. Mas o investimento em outras



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 - www.cvm.gov.br

categorias (e não tipos) de fundos continua possível, mas agora nos termos e sob os limites previstos no artigo 45. Veja-se, inclusive, que os fundos dedicados a investidores qualificados contam com o dobro daqueles limites, e os para profissionais continuam não sujeitos a quaisquer limites.

- (ii) Além disso, o parágrafo único do Art. 71 dispõe que poderão ser adquiridas apenas cotas para liquidez, o que também é uma regra mais restritiva em comparação com a redação do art. 119, §1º, da Instrução CVM 555. Dessa forma, estarão vedadas as operações compromissadas, os títulos públicos e caixa em classes de investimento em cotas? Recomendamos que a redação do art. 119, §1º, da Instrução CVM 555, também seja transportada para a Resolução CVM 175.

Resposta: O que dispõe o Parágrafo único é apenas que a regra de congruência de classes não se aplica a cotas para gestão de liquidez. Assim, por exemplo, uma classe de ações poderá investir em cotas de uma classe de renda fixa se essa classe investida tiver o objetivo de resguardar liquidez. Mas não há impedimento de que a classe investidora continue aplicando em outros ativos de liquidez, mesmo cientes de que, até por questões fiscais, o limite seja estreito na prática.

- (iii) Gostaríamos de verificar se ainda fica preservada a vedação de aquisição de cotas *offshore* por meio de classes de investimento em cotas.

Resposta: A aquisição de cotas de fundos *offshore* é sim permitida, mas com base e nas condições previstas no artigo 43 do Anexo Normativo I.

- (iv) Não deverá ser observado o limite mínimo de 95% em cotas da mesma tipificação, podendo, por exemplo, uma classe de cotas de ações deter 67% em cotas de ações e 33% em cotas de renda fixa?

Resposta: Sim, desde que essas cotas de classes de renda fixa do exemplo se destinem à gestão de liquidez da classe. Não custa relembrar também as especificidades fiscais associadas a esse tipo de estrutura.

- (v) Tendo em vista que a classe de investimento em cotas deve obedecer aos limites de modalidades do Anexo I, os atuais fundos de investimento em cotas multimercados destinados a investidores qualificados (“FICM”), ficarão mais restritos, podendo ter como consequência o desenquadramento, não sendo possível, em vários casos, o reenquadramento em razão da liquidez de seus ativos (FIP, FIDC e, eventualmente, FII). Assim, seria possível a manutenção dos limites atuais? Caso não seja possível, tendo em vista a situação acima colocada, entendemos ser necessário deixar claro no ofício a possibilidade da manutenção das características de tais FICM até o seu encerramento.



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 - www.cvm.gov.br

Resposta: Na situação exposta, os fundos recaem em situação de desenquadramento passivo. Em razão desse contexto, o gestor do fundo deverá diligenciar para que eventuais necessidades de reenquadramento sejam efetuadas nas condições possíveis e disponíveis. A impossibilidade de reenquadramento em função da iliquidez dos ativos é justificativa razoável para que o fundo não se reenquadre de imediato ou mesmo até sua adaptação à Resolução. De toda forma é vedada, em qualquer caso, a realização de aplicações que agravem essa situação de desenquadramento.

K) Responsabilidades dos custodiantes

29. No Art. 27 do Anexo I ficou disposto acerca das responsabilidades do custodiante que “o custodiante deve, além de observar o que dispõe a parte geral da Resolução e a regulamentação específica que trata de custódia de valores mobiliários...”.

Considerando que não foi identificada menção ou item de responsabilidades específicas ao custodiante na parte geral da Resolução, bem como que o custodiante já observa norma específica, entendemos que a parte acima destacada não seria de fato aplicável. Qual o entendimento do regulador quanto ao tema?

Resposta: Sim, de acordo.

30. Entendemos que seria o caso do custodiante também dever permanecer no exercício de suas atividades, no caso de renúncia e que não haja a sua substituição. Qual o entendimento do regulador quanto ao tema?

Resposta: Por ora essa condição se aplica apenas aos prestadores de serviço essenciais (artigo 107 da Resolução).

L) ISIN e outros códigos

31. Conforme a disposição do Art. 37, parágrafo único do Anexo I, poderá ser aceito alternativamente ao código ISIN qualquer outro código que seja capaz de identificar os ativos de forma individualizada. Haverá regramento específico da própria SIN para aprovar quais serão os tipos de códigos que poderão ser adotados?

Resposta: Sim, correto, quando for provocado pelo mercado nesse sentido. Por ora, apenas o ISIN é admitido.

32. Ainda sobre o artigo mencionado acima, a previsão quanto a obrigação do código é apenas para identificação dos ativos da carteira. No entanto, há também fundos que solicitam a geração do ISIN para sua identificação. Considerando a divisão que ocorrerá agora entre classes e subclasses, entendemos que nestes casos o código deverá ficar na subclasse. Este é o mesmo entendimento da CVM?



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 - www.cvm.gov.br

Resposta: Correto, é desejável que o ISIN seja gerado nas subclasses, quando elas existirem.

33. Tendo em vista a obrigatoriedade de fundos constituídos a partir da entrada em vigência das regras, possuem ativos identificados com ISIN, haveria a possibilidade de termos prazo diferente para criação dos códigos?

Resposta: Antes de responder, é importante lembrar que a grande maioria dos ativos investidos hoje pelos FIF já detém ISIN. Dito isso, basta que um fundo novo, quando pretender adquirir um ativo sem ISIN, providencie sua obtenção junto ao emissor como condição prévia para a aquisição do ativo.

M) Prazos máximos para atingimento dos limites aplicáveis às classes

34. O art. 47. do Anexo I diz: “As classes de cotas têm os seguintes prazos máximos para atingir os limites de concentração por emissor e por modalidade de ativo financeiro, conforme estabelecidos por este Anexo Normativo I e por seu regulamento: (...)”.

Ante à linguagem anterior do art. 107 da ICVM 555, a regra passou a especificar apenas os limites de concentração por emissor e por modalidade de ativo financeiro, com um alcance mais restritivo e não se referindo apenas a “limites”. Devemos concluir então que outros limites aplicáveis às classes, provenientes tanto do Anexo I quanto do Regulamento (como por exemplo o de exposição a risco de capital e aqueles decorrentes da respectiva classe CVM), não possuem prazo de adequação e devem “nascer” enquadrados?

Resposta: Sim. Veja-se, por exemplo, que não faz sentido se falar em um “processo evolutivo de enquadramento” em relação aos limites de exposição a risco de capital para fundos novos, pois fundos em início de atividades não podem nascer desenquadrados nesse aspecto, algo, claro, que necessariamente ocorre no caso dos limites de concentração por emissor e por modalidade de ativo financeiro. Os limites associados ao tipo de FIF (ações, renda fixa, multimercado, etc.), por seu lado, também são limites que podem ser respeitados desde o lançamento do fundo, e por isso não estão incluídos no escopo tratado pelo dispositivo.

N) Distribuição de classe única

35. Um FIF de classe única pode ter mais de 1 distribuidor com remuneração diferente?

Resposta: Sim, é possível, desde que a soma das remunerações devidas a cada um não ultrapasse a taxa máxima de distribuição convencionada no anexo da classe (ou apêndice da subclasse, conforme o caso). A miscigenação de acordos de distribuição diferentes numa mesma classe ou subclasse inviabiliza, entretanto, que a classe ou subclasse disponha de uma taxa de distribuição efetiva (e por isso, sempre menor) a seus investidores, ao invés de uma taxa máxima.



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 - www.cvm.gov.br

O) Exposição da taxa de administração

36. Na lâmina do FIF, pode-se colocar que "a taxa de administração pode variar de XX% até XX% do Patrimônio Líquido". Este conceito pode ser aplicado para a classe e subclasse?

Resposta: Sim, desde que respeitados os critérios estabelecidos no artigo 48, § 1º, VII, da Resolução. Ainda sobre esses critérios, reiteramos que o previsto na alínea “b” admite também sua estipulação em um percentual do patrimônio líquido.

P) Criptoativos

37. A resolução trouxe a possibilidade de investimentos em criptoativos. Conforme indicado no Art. 45 do Anexo I que trata dos limites por modalidade de ativo financeiro, entendemos que a classe de cotas poderá investir nesta modalidade de ativo até o limite de 10% do seu PL sendo que o limite é de 20% para classes de cotas destinadas a investidores qualificados e ilimitado para classes de cotas destinadas a investidores profissionais. Neste sentido, surge dúvida sobre a existência ou não de limites quando da aplicação em: (i) cotas de fundos no exterior que alocam seus recursos em criptoativos e (ii) ETFs de criptoativos.

Resposta: O limite de investimento de 10% (no caso de fundos para o público em geral) em criptoativos engloba o investimento em cotas de fundos *offshore* cujo principal fator de risco descrito nos seus documentos seja a exposição a criptoativos.

Já o limite em ETF de criptoativos respeita o limite próprio previsto em norma para os ETF (artigo 45, IV, “g”, do Anexo Normativo I), pois os ETF são considerados como um ativo final para efeitos da regulamentação.

De toda forma, deve ser respeitado o fator de risco associado, de forma que um ETF de criptoativo só pode ser investido, por exemplo, por fundos tipificados como multimercado (dado que esse ativo não possui risco típico de ações, nem de renda fixa).

38. Há regras ou exigências relacionadas a custódia de criptoativos ou ativos tokenizados?

Resposta: Vide Ofício Circular CVM/SIN/nº 11/2018, que continua aplicável ao tema, salvo no que diz respeito aos limites de concentração por emissor e por modalidade de ativo admitidos. Ressaltamos, na oportunidade, que o conceito de “custódia” citado no Ofício Circular não deve ser interpretado tampouco remete, ainda que indiretamente, à regulamentação de custódia de valores mobiliários da CVM (Resolução CVM nº 32) e os requisitos nela previstos.



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 - www.cvm.gov.br

Q) Crédito de carbono

39. Qual o conceito e abrangência de crédito de carbono que a CVM considerou ao redigir a regra?

Resposta: A exigência de que a emissão do crédito de carbono dependa de “autorização de autoridade governamental” reflete a preocupação de que esse ativo financeiro por equiparação observe parâmetros estabelecidos por autoridade nacional, internacional ou multilateral reconhecidos nessa temática para (i) sua emissão e/ou (ii) correspondente cadastro na respectiva autoridade; e assim, não é previsão restritiva a ponto de possibilitar o investimento apenas em créditos de carbono que sejam regulamentados por entidades de governo em seu sentido mais estrito.

Assim, a referência à “autorização de autoridade governamental” em jurisdição local abrange os créditos de carbono que venham a ser aprovados por e/ou registrados em conformidade com o Sinare ou outros mecanismos de similar funcionamento e previsão regulamentar, no Brasil ou no exterior, respeitados nesse último caso, claro, eventuais limites de exposição a ativos no exterior previstos na regulamentação.