

A Instrução CVM 558/15 e a Nova Regulamentação dos Administradores de Carteiras de Valores Mobiliários

João Felipe Brandão Sartini¹

Sumário: 1. O Aperfeiçoamento da Regulamentação pela Comissão de Valores Mobiliários - 2. A Instrução CVM nº 306/99 e a Instrução CVM nº 558/15 - 3. Diferentes Categorias de Administradores de Carteiras de Valores Mobiliários - 4. O Critério Objetivo como Parâmetro de Concessão do Registro - 5. A Possibilidade de Acumulação das Atividades de Administrador de Carteiras e de Consultor de Valores Mobiliários - 6. O Formulário de Referência - 7. O Aperfeiçoamento das Regras de Conduta - 8. Compliance, Gestão de Riscos e Segregação de Atividades - 9. A Distribuição de Cotas pelo Administrador de Carteiras - 10. Considerações Finais

1. O ATUAL MOVIMENTO DE APERFEIÇOAMENTO DA REGULAMENTAÇÃO PELA COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

A partir de 2010, a Comissão de Valores Mobiliários – CVM, autarquia responsável por fiscalizar e regulamentar o mercado de capitais no Brasil, iniciou um movimento de revisão e modernização das normas regulamentares aplicáveis a diversos participantes do mercado, em especial à indústria de fundos de investimento.

Embora o mercado de capitais brasileiro e, mais especificamente, a indústria de fundos de investimento tenha se mostrado sólida e segura diante das crises diversas que afetaram os mercados ao longo dos últimos anos, é inegável que o arcabouço regulatório brasileiro se encontrava defasado em relação às regras aplicadas em mercados tradicionalmente mais desenvolvidos e modernos, como, por exemplo, os mercados de capitais norte-americano e europeu.

Percebendo essa defasagem e aproveitando o momento de reflexão das comissões de valores mobiliários de todo mundo a respeito da efetividade das normas, principalmente após a crise do *subprime* no final da última década, a Comissão de Valores Mobiliários optou por iniciar estudos internacionais e conversas com os

¹ Advogado do escritório Faveret | Lampert Advogados. Bacharel em Direito pela Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro. Assistente de Ensino e Pesquisador em Direito Societário e Mercado de Capitais da Fundação Getúlio Vargas – FGV.

participantes do mercado local com o objetivo de revisar e modernizar as regras do mercado de capitais brasileiro.

Como exemplo desse movimento podemos citar a edição da Instrução CVM nº 539/13, que introduziu novas regras sobre o dever de verificação da adequação dos produtos, serviços e operações ao perfil do cliente, prática conhecida como *suitability*, a Instrução CVM nº 554/14, que, dentre outras novidades, trouxe novas definições de categorias de investidores e, por fim, a aguardada Instrução CVM nº 555/15, que deu nova roupagem às regras sobre a constituição, a administração, o funcionamento e a divulgação de informações dos fundos de investimento.

Seguindo a tendência, em 26 de março de 2016, a Comissão de Valores Mobiliários apresentou ao mercado a Instrução CVM nº 558/15, cujo objetivo é atualizar as regras aplicáveis aos administradores de carteiras de valores mobiliários em diversos aspectos, com ênfase principalmente na segurança dos investidores e na transparência na relação com os administradores de carteiras.

Para atender a esses objetivos, a Comissão de Valores Mobiliários parece ter se baseado na regulamentação do segmento em mercados mais desenvolvidos que o nosso, notadamente os mercado norte-americano² e europeu³, além das publicações editadas pela *International Organization of Securities Commission (IOSCO)*⁴. Em paralelo, a Comissão de Valores Mobiliários observou os avanços obtidos no Brasil com a autorregulação⁵, além de ter realizado duas audiências públicas sobre a Instrução CVM nº 558/15⁶.

De fato, da leitura da nova Instrução CVM nº 558/15 é possível concluir que a Comissão de Valores Mobiliários trouxe novidades significativas, como veremos mais à frente. Além disso, a autarquia fechou lacunas regulatórias e eliminou flexibilidades constantes da Instrução CVM nº 306/99, norma que regulamentava os administradores de carteiras de valores mobiliários antes da entrada em vigor da Instrução CVM nº 558/15.

² *Investment Advisers Act of 1940*.

³ *Undertakings for Collective Investment in Transferable Securities Directive 2009/65/EC and Directive 2010/43/EU*.

⁴ *Principles for the Supervision of Operators of Collective Investment Schemes, Conflicts of Interests of CIS Operators, Investment Management Risk Assessment: Management Culture and Effectiveness, Collective Investment Schemes Administration in Emerging Markets*, todos publicados pelo Comitê Técnico da IOSCO entre setembro de 1997 e dezembro de 2007.

⁵ Por exemplo, com o Código ANBIMA de Regulação e Melhores Práticas de Fundos de investimento.

⁶ Audiência Pública SDM nº 14/11 e Audiência Pública SDM nº 10/14.

Por tudo isso e como um todo, a Instrução CVM nº 558/15 representa, sem dúvidas, um considerável avanço da regulamentação da atividade de administração de carteiras de valores mobiliários. Todavia, as novas regras imporão aos participantes do segmento uma atenção especial no que se refere ao cumprimento das obrigações, especialmente aquelas relacionadas à divulgação de informações e controles internos.

O objetivo do presente artigo é fazer um sobrevoo nas regras da Instrução CVM nº 558/15, fazendo breves reflexões a respeito das principais novidades e inovações da nova norma, bem como comentários sobre o futuro dos administradores de carteiras de valores mobiliários sob a égide da nova instrução.

2. A INSTRUÇÃO CVM Nº 558/15 E A INSTRUÇÃO CVM Nº 306/99

Antes da edição da Instrução CVM nº 558/15, o exercício da administração de carteiras de valores mobiliários era regulamentado, no âmbito da Comissão de Valores Mobiliários, pela Instrução CVM nº 306/99. Editada mais de quinze anos antes da entrada em vigor da nova regulamentação, a Instrução CVM nº 306/99 era uma norma superficial e flexível, cujas regras não refletiam as necessidades e a evolução do mercado de administração de carteiras de valores mobiliários.

Esse cenário de regulamentação afrouxada foi terreno fértil para o crescimento robusto do exercício da administração de carteiras de valores mobiliários no Brasil, especialmente das atividades relacionadas à gestão de recursos. Entre os anos de 2006 e 2011, o número de casas de gestão de recursos saltou de 234 para 443⁷, um aumento de 89% em um período de apenas cinco anos, impulsionado principalmente pelos chamados gestores independentes, ou seja, aqueles gestores de recursos que não são ligados a conglomerados ou instituições financeiras. Não à toa, era comum ouvir que a gestão de recursos era um negócio com baixa barreira de entrada, embora fosse necessária a autorização da Comissão de Valores Mobiliários para a prestação dos serviços.

A flexibilidade de regras e a facilidade com a qual se ingressava no segmento de administração de carteiras era tão atraente que chegou a ser motivo de piada no infame relatório “Monte sua Gestora” do gestor de recursos Marcos Elias. Nele, o autor dava,

⁷ Dados da Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais.

de forma irônica, a receita para se montar uma gestora de recursos no Brasil: um aluguel de credenciamento, um japonês e um terminal da Bloomberg.

Com entrada em vigor da Instrução CVM nº 558/15 esse cenário deve mudar.

A eliminação de boa parte da flexibilidade constante da antiga norma e a imposição de novas regras visando garantir mais segurança e transparência aos investidores em sua relação com os administradores de carteiras têm tudo para tornar mais difícil não só o ingresso de novos participantes nesse segmento, mas também a permanência de administradores de carteiras atualmente autorizados a prestar esses serviços, conforme veremos.

Diferentemente do que ocorria com a Instrução CVM nº 306/99, os participantes do segmento da administração de carteiras de valores mobiliários deverão observar regras mais rígidas na vigência da Instrução CVM nº 558/15, principalmente em relação aos requisitos de registro, à divulgação de informações e aos controles internos.

Sem prejuízo dos objetivos principais perseguidos com a nova regulamentação – segurança e transparência – a Comissão de Valores Mobiliários também utilizou a edição da Instrução CVM nº 558/15 para consolidar regras e entendimentos da autarquia sobre questões inerentes às atividades dos administradores de carteira antes dispersos em outros normativos e circulares do órgão regulador. Merecem destaque igualmente as inovações propostas pela Comissão de Valores Mobiliários, revisando, em alguns casos, sua própria jurisprudência e admitindo práticas antes vedadas, como, por exemplo, a acumulação do exercício de administração de carteiras de valores mobiliários com as atividades de consultoria em valores mobiliários.

Diante de tantas revisões, modernizações e inovações, passaremos a tratar, de forma mais específica, das principais novidades da Instrução CVM nº 558/15.

3. DIFERENTES CATEGORIAS DE ADMINISTRADORES DE CARTEIRAS DE VALORES MOBILIÁRIOS

Embora na prática há muito tempo o mercado já diferenciasse os administradores de carteiras de valores mobiliários em duas categorias, somente com a Instrução CVM nº 558/15 foi formalmente regulamentada a segregação das atividades de administração fiduciária e de gestão de recursos, diferentes categorias da administração de carteiras de valores mobiliários.

Na categoria administração fiduciária deverão se registrar os participantes que pretendem prestar os serviços gerais de administração de carteiras de valores mobiliários, sem poder discricionário sobre os ativos que compõe a carteira de valores mobiliários, com responsabilidades diretas ou indiretas pela custódia, pela controladoria de ativos e de passivos e pela supervisão e fiscalização dos prestadores de serviços dos fundos de investimento.

Já na categoria gestão de recursos deverão se cadastrar os participantes que desejam efetivamente ter poder discricionário sobre os valores mobiliários que compõem a carteira administrada, responsáveis pela tomada de decisão de investimento.

Apesar de parecer uma inovação simples, a confusão causada pelo uso informal das nomenclaturas utilizadas até a edição da Instrução CVM nº 558/15 já causou prejuízos à caracterização das atividades de gestão de recursos, conforme precedentes da Comissão de Valores Mobiliários⁸.

Nesse sentido, a formalização da distinção dos administradores de carteiras em categorias distintas é extremamente benéfica tanto para os investidores quanto para os próprios participantes. Isto porque a utilização indistinta dos termos “administrador”, “administrador de carteira” e “gestor” trazia reais dificuldades de interpretação aos investidores, que não conseguiam identificar, de forma clara, as tarefas e funções desempenhadas por cada participante.

Ao mesmo tempo, a distinção permite que os administradores de carteira identifiquem as obrigações inseridas da regulamentação, possibilitando que tais obrigações sejam assumidas e cumpridas de maneira correta.

Em relação a distinção do exercício de administração de carteira em duas categorias, é importante esclarecer que, no que se refere aos *family offices*, a Comissão de Valores Mobiliários permite que os administradores de carteiras registrados na categoria gestão de recursos prestem os serviços de administração de carteiras administradas sem que seja obrigatório o registro na categoria administração fiduciária, desde sejam observadas as regras aplicáveis aos administradores registrados na categoria administração fiduciária, voltadas, em resumo, para a terceirização de serviços e para a precificação de ativos.

⁸ Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ 2009 10246 no qual foi apurada a responsabilidade da AC Administração e Consultoria de Investimentos Ltda. e de Antonio Carlos Batista dos Santos pelo exercício da atividade de administrador de carteiras de valores mobiliários sem prévio registro na Comissão de Valores Mobiliários.

4. O CRITÉRIO OBJETIVO COMO PARÂMETRO DE CONCESSÃO DO REGISTRO

Na vigência da Instrução CVM nº 306/99, o parâmetro de análise da Comissão de Valores Mobiliários para conceder ou não o registro de administrador de carteira era eminentemente subjetivo, baseando-se, em suma, na análise do perfil do requerente. Era levado em conta principalmente a experiência (atividades desempenhadas) e o histórico de atuação (tempo de desempenho) no mercado de capitais.

Diante do fato de que o tempo de exercício de uma atividade não significa necessariamente o domínio sobre um assunto, muito menos competência para a prestação daquele tipo de serviço, o caráter subjetivo da análise sempre foi alvo de críticas por parte do mercado.

A Instrução CVM nº 558/15 corrige esse problema. Segundo a nova regra, aquele que deseje exercer a administração de carteiras deverá se submeter a um exame de certificação que ateste sua capacidade e aptidão para a atividade⁹, trazendo o julgamento da capacidade do postulante para o campo objetivo, o que, por sua vez, beneficia regulador, investidor e participante.

Sob a ótica do regulador, a adoção de um exame de certificação dá instrumentos diretos, transparentes e inquestionáveis para decidir sobre a capacidade de um participante. Já do ponto de vista dos investidores, o critério objetivo pressupõe uma elevação do nível técnico dos profissionais do setor. Por fim, para os participantes, a nova regra abre as portas para que profissionais que não tiveram a oportunidade de ingressar no segmento na vigência da antiga Instrução CVM nº 306/99 se submetam ao exame de certificação, comprovando sua capacidade e aptidão.

É importante destacar que a possibilidade de utilização do parâmetro subjetivo não foi completamente eliminada pela Comissão de Valores Mobiliários. Todavia, deve-se ter em mente que, na vigência da Instrução CVM nº 558/15, o critério objetivo

⁹ Deliberação CVM nº 740/15, art. 1º: “Os seguintes exames de certificação são aceitos pela CVM para fins de obtenção de autorização como administrador de carteiras de valores mobiliários:

I – Módulos I e II do programa de Certificação de Gestores da ANBIMA – CGA organizado pela Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais;

II – Level III do programa de certificação Chartered Financial Analyst – CFA organizado pelo CFA Institute; e

III – Exam 1 e Exam 2 do Final Level do programa de certificação internacional para profissionais de investimentos organizado por quaisquer dos membros da ACIIA - Association of Certified International Investment Analysts.”

passa a ser a regra e o critério subjetivo passa a ser a exceção, ao contrário do que acontecia na vigência da Instrução CVM nº 306/99.

Ainda que a experiência seja a maior segurança que um investidor pode ter nesse tipo de atividade, indicando que aquele administrador está preparado para enfrentar mercados adversos, a inovação trazida pela Instrução CVM nº 558/15 é benéfica e traduz a busca da Comissão de Valores Mobiliários por segurança e transparência.

5. A POSSIBILIDADE DE ACUMULAÇÃO DAS ATIVIDADES DE ADMINISTRADOR DE CARTEIRAS E DE CONSULTOR DE VALORES MOBILIÁRIOS

A Comissão de Valores Mobiliários sempre vedou a acumulação das atividades de administração de carteiras e de consultoria em valores mobiliários por pessoas naturais, tendo o Colegiado da autarquia utilizado o potencial conflito de interesses inerentes ao exercício das funções como justificativa para a vedação.

Esse entendimento é alterado com a entrada em vigor da Instrução CVM nº 558/15, que passa a permitir essa acumulação, tornando evidente o entendimento de que o registro como gestor de recursos é suficiente para a adequada prestação dos serviços de consultoria em valores mobiliários. De fato, seria desnecessário exigir aptidão e estruturas diversas para os serviços se a inteligência por trás deles é semelhante.

Para a acumulação das atividades, a Instrução CVM nº 558/15 impõe uma série de obrigações relacionadas à transparência e à administração de conflitos de interesses, além do dever de lealdade ao investidor quando estiverem exercendo a atividade de consultoria.

Além disso, sendo atividades regulamentadas por normas próprias, seu credenciamento deve seguir os trâmites e regras igualmente próprios, constantes das respectivas instruções aplicáveis. Logo, o participante registrado como administrador de carteiras poderá atuar como consultor de valores mobiliários em duas situações: caso seja registrado na categoria gestor de recursos ou se obtiver o credenciamento como consultor de valores mobiliários perante a Comissão de Valores Mobiliários.

6. O FORMULÁRIO DE REFERÊNCIA

Reiterando a busca por segurança e transparência para os investidores, a Instrução CVM nº 558/15 obriga que os administradores de carteira arquivem formulários de referência junto ao órgão regulador, replicando para o segmento o modelo aplicável às companhias abertas no Brasil.

Na vigência da norma anterior os investidores não dispunham de um instrumento único e completo como o formulário de referência. O volume e a qualidade das informações disponíveis no mercado eram menores, além de estarem dispersas entre diversos documentos, tornando o complexo o trabalho de análise dos dados.

Com a Instrução CVM nº 558/15, os administradores de carteira deverão arquivar, até o dia 31 de março de cada ano, um formulário divulgando, no mínimo, o conjunto de informações constantes da nova regra em relação à data-base de 31 de dezembro do exercício anterior. Dentre essas informações, merecem destaque: o histórico do administrador, as alterações relevantes incorridas pela pessoa jurídica, a descrição do escopo das atividades exercidas, informações sobre a resiliência financeira, informações sobre os recursos humanos e tecnológicos disponíveis, informações sobre controles internos e sobre processos judiciais e administrativos.

Apesar de a eficiência regulatória da nova regra ser indiscutível, a implementação do formulário de referência ao segmento gerou apreensão e incômodo nos administradores de carteiras. Além da crítica geral de que as indústrias de fundos de investimento e de companhias abertas são diferentes, merecendo tratamentos igualmente distintos, o nível de detalhamento e o excesso de informações a serem divulgadas foi alvo de críticas do mercado.

Uma dessas controvérsias diz respeito à obrigação de os administradores de carteiras divulgarem informações sobre a remuneração. Segundo a nova norma, os administradores deverão informar, em bases percentuais em relação à receita auferida nos últimos 36 (trinta e seis) meses anteriores à data base do formulário de referência, a sua remuneração em relação às diversas taxas cobradas (taxa fixa, taxa de performance, taxa de ingresso, entre outras).

Embora se admita a existência de reflexos comerciais negativos, a regra permite que os investidores tomem ciência dos riscos de tratamento desigual por parte dos administradores de carteira em benefício próprio. Além disso, ao determinar que as informações sejam divulgadas em relação a um período superior ao do próprio formulário de referência, a Comissão de Valores Mobiliários permite que os investidores avaliem a remuneração dos administradores em diferentes ciclos

econômicos. Tudo isso, dá aos investidores a capacidade de avaliar o perfil dos participantes e parâmetros de comparação de propostas de remuneração.

Outro ponto polêmico diz respeito a divulgação de informações sobre a robustez financeira dos administradores. Muitos participantes, especialmente os administradores de pequeno e médio porte criticaram a obrigação pois, segundo eles, traria uma exposição prejudicial a esses administradores.

Visando protegê-los, a redação final da Instrução CVM nº 558/15 determinou que a comprovação da robustez financeira será realizada por meio de dois atos declaratórios, ou seja, a sem a divulgação números. Em resumo, os atos devem declarar que o administrador recebe recursos suficientes para custear os serviços prestados exclusivamente de receitas auferidas a partir da cobrança de taxas fixas, ou seja, excluídas receitas extraordinárias e declarar que o seu patrimônio líquido valor superior a 0,02% do valor dos recursos totais sob a administração e, paralelamente, que este valor é superior a R\$ 300 mil, alinhando-se às regras adotadas na união europeia.

Ao impor essa obrigação aos administradores, a Comissão de Valores Mobiliários busca entregar segurança aos investidores acerca da capacidade de manutenção de profissionais qualificados e recursos tecnológicos eficientes pelo administrador, mesmo em períodos de dificuldade, além de segurança a respeito de sua capacidade de indenizar por eventuais erros operacionais pelos quais seja responsável.

Por fim, o último item polêmico do formulário de referência de que trataremos neste artigo diz respeito à obrigação de divulgar informações sobre processos e litígios.

Trata-se de medida capaz de municiar os investidores com informações a respeito da reputação dos participantes, reiterando a busca por segurança na relação fiduciária entre os administradores de carteira e os investidores. Além disso, a divulgação de informações sobre os processos permite que o investidor tenha ciência de potenciais riscos à continuidade dos negócios do administrador.

É importante que os administradores estejam atentos ao alcance da regra. Devem ser informados todos os processos judiciais, administrativos ou arbitrais, relevantes para os negócios da empresa, nos quais os administradores de carteira estejam no polo passivo do processo, desde que não estejam sob sigilo. Adicionalmente, o formulário de referência deve conter informações sobre as condenações transitadas em julgado dos últimos 5 anos em relação à data base do documento.

Como adiantado, o alcance da regra é abrangente, sendo possível identificar quatro grupos de processos que deverão ser informados: (a) processos que não estejam

em sigilo, em que o administrador pessoa jurídica esteja no polo passivo da demanda e que sejam relevantes para os negócios do administrador; (b) processos que não estejam em sigilo, em que o diretor responsável pela administração das carteiras de valores mobiliários esteja no polo passivo da demanda e que afete sua reputação profissional; (c) condenações transitadas em julgado, prolatadas nos últimos 5 (cinco) anos, em processos que não estejam sigilo, cujos administradores pessoa jurídica estejam polo passivo da demanda e que sejam relevantes para os negócios; e (d) condenações transitadas em julgado, prolatadas nos últimos 5 (cinco) anos, em processos que não estejam sigilo e em que o diretor responsável pela administração das carteiras de valores mobiliários tenha figurado no polo passivo e tenha afetado seus negócios ou a sua reputação profissional.

Percebe-se que a Comissão de Valores Mobiliários impôs três critérios para a obrigação de divulgação das informações sobre os processos. Dois de cunho objetivo – o administrador deve figurar ou ter figurado no polo passivo da demanda e não deve haver sigilo em relação ao processo – e um subjetivo – sejam relevantes para os negócios da empresa).

Dada a facilidade de interpretação e aplicação dos critérios objetivos, nenhum comentário de maior relevância merece ser feito. Seu atendimento dependerá de informações simples e de fácil acesso, sem maiores consequências para os administradores. Por outro lado, o atendimento do critério subjetivo demanda maior reflexão. Isto porque a Instrução CVM nº 558/15 não determina ou exemplifica o seria interpretado como relevante para fins dos negócios do administrador de carteiras.

Uma sugestão para contornar essa lacuna seria aplicar, de forma análoga, o conceito de relevância utilizado pela Comissão de Valores Mobiliários na Instrução CVM nº 358/02. Assim, relevante seria o processo capaz de influir de modo ponderável (a) na capacidade de os administradores prestarem os serviços de administração de carteiras de valores mobiliários, (b) na resiliência ou robustez financeira dos administradores ou (c) na tomada de decisão dos investidores de contratarem o administrador, por exemplo.

A principal vantagem em adotar o conceito de relevância por analogia está no fato de que a Instrução CVM nº 358/99 dispõe sobre a divulgação e uso de informações relativo às companhias abertas e a regulamentação dessas companhias em conjunto com as normas internacionais foram as principais fontes de inspiração da Comissão de Valores Mobiliários para tornar o formulário de referência obrigatório aos

administradores de carteiras de valores mobiliários. Todavia, essa analogia deve ser sopesada com os parâmetros de probabilidade de êxito nesses processos. Por exemplo, um processo judicial capaz de afetar, de alguma maneira, os negócios dos administradores, porém, cuja probabilidade de perda é remota, deve ou não constar do formulário?

7. O APERFEIÇOAMENTO DAS REGRAS DE CONDUTA

Embora a Instrução CVM nº 306/99 já dispusesse sobre padrões e deveres que deveriam ser observados pelos administradores de carteiras no exercício de suas atividades, tais regras eram superficiais e flexíveis, exigindo padrões baixos de diligência por parte desses administradores.

A nova Instrução CVM nº 558/15 corrige a questão, passando a exigir dos participantes um padrão mais alto de conduta, deixando claro quais os valores e os princípios que deverão pautar a conduta dos administradores, além de regras mais completas sobre controles internos e gestão de risco.

Apesar de o cumprimento dos objetivos de investimento dos investidores continuar como o principal dever dos administradores a Instrução CVM nº 558/15 estende o alcance da regra, deixando claro que os administradores devem buscar atender os interesses dos clientes não só no que se refere à gestão de seus recursos, mas também durante a fase pré contratual e antes da subscrição de cotas pelo investidor, evitando, a todo o momento, práticas que possam ferir a relação fiduciária.

Nessa linha, a Instrução CVM nº 558/15 obriga, por exemplo, que os administradores de carteira guardem e disponibilizem aos investidores toda a documentação relativa às operações com valores mobiliários integrantes das carteiras administradas das quais o investidor faça parte. Trata-se de uma ampliação substancial dos instrumentos de fiscalização do investidor, ao mesmo tempo em que possibilita acesso aos documentos comprobatórios em caso de uma eventual litígio dos investidores contra o administrador, uma das maiores dificuldades enfrentadas pelos investidores prejudicados pela realização de operações fraudulentas. Todavia, é importante lembrar que essa regra é aplicável somente aos administradores de carteiras registrados na categoria gestão de recursos.

Outra regra interessante da nova instrução é a que exige que os administradores de carteiras de valores mobiliários comuniquem ao órgão regulador sempre que seja

identificada a ocorrência ou indícios de ocorrências de violações à regulamentação da autarquia.

Do ponto de vista dos gestores de recursos, a regra não foi bem recebida, pois esses participantes já sofrem a fiscalização do administrador fiduciário. Dessa forma, faria sentido que a obrigação de informar a Comissão de Valores Mobiliários sobre irregularidades recaísse igualmente sobre esses participantes.

Outro fundamento utilizado para criticar a regra é o de que afronta o direito fundamental de não produzir provas contra si, uma vez que os administradores de carteiras também estariam obrigados a reportar ao órgão regulador a ocorrência de irregularidades praticadas por si ou por seus empregados.

Uma vez que essa regra foi inserida no mercado em um contexto subjetivo e sem maiores explicações, sob a justificativa de buscar um maior grau de hígidez ao mercado de fundos, é inegável que há apreensão no mercado de administradores de carteiras a respeito de como a Comissão de Valores Mobiliários aplicará a nova regra.

8. COMPLIANCE, GESTÃO DE RISCOS E SEGREGAÇÃO DE ATIVIDADES

Apesar de a indústria de fundos de investimento do Brasil ter passado praticamente incólume pela crise, demonstrando se tratar de um mercado bem regulado, embora não seja considerado um dos mercados mais desenvolvidos do mundo, a edição da Instrução CVM nº 558/15 não escapou ao tema do *compliance*. Diferentemente da antiga Instrução CVM nº 306/99, editada em uma época na qual o mercado de fundos de investimento no Brasil era pouco expressivo, menos ainda era o tema do *compliance*, a edição da Instrução CVM nº 558/15 ocorreu após uma grave crise financeira mundial e em um conturbado ambiente político e ético vivido pelo país nos últimos anos.

Apesar de a antiga regulamentação não tratar do assunto, o tema já é conhecido dos participantes, uma vez que outras regulamentações da Comissão de Valores Mobiliários abordam a questão do *compliance*, como a Instrução CVM nº 505/11 e a Instrução CVM nº 521/12.

A Instrução CVM nº 558/15 exige que os administradores de carteiras, pessoa jurídica, garantam o atendimento às normas, políticas e regulamentações vigentes, referentes às diversas modalidades de investimento, à própria atividade de administração de carteiras de valores mobiliários e aos padrões ético e profissional, por

meio de controles internos adequados e de forma efetiva e consistente com a natureza, a complexidade e o risco das operações realizadas.

Novamente, percebe-se que a Comissão de Valores Mobiliários adotou um critério bastante amplo e subjetivo, sem determinar, em contrapartida, o que seriam controles adequados ou, ainda, os parâmetros para se determinar a efetividade desses controles. Assim, os administradores de carteiras devem estar atentos principalmente a duas obrigações da Instrução CVM nº 558/15.

A primeira é assegurar que todos os profissionais que atuem na administração de carteiras sejam imparciais e conheçam o código de ética e as normas aplicáveis, assim como as políticas e os controles internos. Noutras palavras, a Instrução CVM nº 558/15 joga nos ombros do administrador de carteiras a responsabilidade pelos atos praticados por seus profissionais, provocando os administradores a se estruturarem de forma a garantir a imparcialidade de seus profissionais.

A segunda diz respeito à administração de conflito de interesses. Os participantes deverão, no exercício de suas atividades, identificar, administrar e eliminar os eventuais conflitos de interesses que possam afetar a imparcialidade das pessoas que atuem na administração de carteiras.

Ainda sobre o *compliance*, a Instrução CVM nº 558/15 obriga que o diretor responsável pela implementação e cumprimento de regras, políticas, procedimentos e controles internos e da própria Instrução CVM 558//15 encaminhe anualmente um relatório sobre o cumprimento dessas regras aos órgãos de administração do administrador de carteiras, o qual deverá ser arquivado na sede do administrador de carteira e disponibilizado à Comissão de Valores Mobiliários quando solicitado. O relatório deverá dispor sobre as conclusões dos exames e verificações, as recomendações a respeito de deficiências identificadas e a manifestação do diretor a respeito dessas deficiências e das medidas planejadas para o seu saneamento.

No que se refere à gestão de risco, os gestores de recursos deverão implementar e manter políticas escritas de gestão de riscos que permitam o monitoramento, a mensuração e o ajuste permanentes dos riscos inerentes a cada uma das carteiras administradas, estabelecendo, no mínimo, os padrões impostos pela Comissão de Valores Mobiliários. Isso não significa, contudo, que o administrador fiduciário deva ficar inerte à questão do risco, cabendo a esse participante a supervisão da gestão de risco implementada pelo gestor de recursos.

Faz sentido que assim seja. A gestão do risco depende mais do conhecimento sobre os ativos da carteira, dominado pelos gestores de recursos. Aos administradores fiduciários caberá a fiscalização do gestor de recursos contratado e do risco de liquidez, diante de sua posição privilegiada sobre os passivos dos fundos.

É importante destacar que não é vedado aos gestores terceirizar os serviços de gestão de risco das carteiras de valores mobiliários, por meio da contratação de empresas especializadas. Todavia, essa terceirização não deve ser total, pois a gestão de riscos pressupõe não apenas o acompanhamento e a mensuração dos riscos das carteiras, mas também o seu ajuste diante de um evento de risco, o que deverá ser feito pelo próprio administrador de carteiras.

Por fim, a Instrução CVM nº 558/15 estabelece que o exercício da administração de carteiras de valores mobiliários deve ser segregado das demais atividades exercidas pela pessoa jurídica por meio de procedimentos operacionais por escrito que garantam a segregação física de instalações, o bom uso das instalações, equipamentos e informações comuns a mais um setor da pessoa jurídica e a preservação e restrição ao acesso e à circulação de informações confidenciais.

As regras de segregação de atividades são importantes no combate à ocorrência de atos ilícitos, como, por exemplo, o uso indevido de informação privilegiada e a realização de operações em condições não comutativas, em nome do cliente. Embora a segregação de atividades possa ser prejudicial aos interesses do investidor, é inegável que práticas como, por exemplo, o *insider trading* ocorre mesmo quando o interesse do cliente não é prejudicado.

Além de fornecer detalhes aos participantes do segmento sobre como atender às exigências e aos requisitos, a Comissão de Valores Mobiliários utilizou a Instrução CVM nº 558/15 para incorporar, em um único documento, uma série de orientações passadas ao mercado no passado pela autarquia. Nessa linha, é fundamental que os administradores estejam de olhos abertos para a mudança da Comissão de Valores Mobiliários no que se refere à flexibilidade no cumprimento da obrigação de segregação física.

Na vigência da Instrução CVM nº 306/99, havia uma flexibilidade para que os administradores de carteira atendessem a norma. Os participantes podiam optar pela segregação física de fato ou por manter regras e procedimentos que assegurassem o bom uso das instalações, equipamentos, bem como políticas e manuais que garantissem o mesmo resultado prático. A Instrução CVM nº 558/15 elimina parcialmente essa

flexibilidade, determinando que a segregação física será compulsória somente entre as atividades de administração de carteiras e as atividades de intermediação e distribuição de valores mobiliários, tendo em visto a importância de se prevenir o conflito de interesses entre essas atividades

9. A DISTRIBUIÇÃO DE COTAS PELO ADMINISTRADOR DE CARTEIRAS

A última novidade da Instrução CVM nº 558/15 de que trataremos neste artigo é a possibilidade de os administradores de carteiras de valores mobiliários distribuírem as cotas dos fundos de investimentos dos quais atuam como administradores. Para tanto, a norma impõe que esses administradores cumpram duas obrigações: observar as normas da Comissão de Valores Mobiliários sobre uma série de assuntos inerentes às atividades de distribuição de valores mobiliários e indicar um diretor estatutário responsável pelo cumprimento dessas normas e pela atividade de distribuição de cotas.

Em relação à primeira obrigação, os administradores deverão observar as normas da Comissão de Valores Mobiliários sobre cadastro de clientes, de conduta e de pagamento e recebimento de valores aplicáveis à intermediação de operações em mercados regulados, as normas de *suitability*, as normas sobre os crimes de lavagem de dinheiro ou ocultação de bens, direitos e valores e, por fim, as normas que dispõem sobre a troca de informações entre os distribuidores e os administradores de fundos de investimento. Já no que se refere à indicação do diretor responsável, é importante ressaltar que esse diretor poderá ser o mesmo diretor responsável pela gestão de risco do administrador de carteiras.

Em adição, os administradores de carteira que desejem distribuir cotas dos fundos de investimento por eles geridos ou administrados deverão atentar para as informações adicionais que deverão constar do formulário de referência. Esses participantes deverão informar, por exemplo, que as atividades de distribuição fazem parte do escopo de seus serviços, além de informações sobre a área responsável pela distribuição, incluindo o número de profissionais e infraestrutura disponível e a descrição de políticas e controles internos para o cumprimento das normas de cadastro de clientes, de conduta e de pagamento e recebimento de valores aplicáveis à intermediação de operações com valores mobiliários em mercados regulados.

A novidade traduz o entendimento do mercado de que a melhor pessoa para distribuir as cotas de um fundo de investimento é seu próprio administrador devido ao elevado grau de conhecimento sobre o produto. Continuar obrigando esses participantes a contratar intermediários para distribuírem as cotas dos fundos de investimento, incorridos em custos seria desproporcional aos eventuais benefícios dessa obrigação.

10. CONSIDERAÇÕES FINAIS

Em apertada síntese, não restam dúvidas de que a Instrução CVM nº 558/15 e suas novidades representam um significativo avanço na regulamentação dos administradores de carteiras de valores mobiliários, principalmente na busca por segurança e transparência para os investidores.

Com a entrada em vigor da nova norma, a Comissão de Valores Mobiliários encerra um longo período de regulamentação flexível sobre os administradores de carteira, fundamentada na ausência de risco sistêmico (pois não são proprietários dos bens que administram) e na fiscalização pelo administrador fiduciário, ao mesmo tempo que se inicia uma aproximação da norma brasileira às normas internacionais sobre o assunto.

Apesar dessa aproximação, percebe-se que muitas das regras aplicadas em mercados mais modernos não foram objetivo da Instrução CVM nº 558/15, o que nos leva a pensar se outras novidades, mais rígidas inclusive, não serão propostas em um futuro próximo pela Comissão de Valores Mobiliários.

A despeito do caráter benéfico da nova instrução, é possível concluir que as regras da Instrução CVM nº 558/15 terão impactos consideráveis no número de participantes do segmento, uma vez que impõe deveres e obrigações que gerarão, ainda que indiretamente, custos consideráveis para que se exerça a administração de carteiras de valores mobiliários.

Nessa linha, os gestores independentes e os gestores de pequeno e médio porte devem ser os participantes mais impactados pelas regras da Instrução CVM nº 558/15. Não seria estranho que nos próximos anos o mercado de administração de carteira observasse um movimento de consolidações, inclusive por meio de fusões e aquisições, entre esses gestores, a fim de reduzir custos e manter suas atividades.