

## EXPOSIÇÃO DE MOTIVOS DA AUDIÊNCIA PÚBLICA Nº 03/2006

### MINUTA DE INSTRUÇÃO QUE ALTERA AS INSTRUÇÕES CVM Nº 409, DE 18 DE AGOSTO DE 2004, E Nº 306, DE 05 DE MAIO DE 1999

#### 1. Introdução

---

As alterações que a CVM pretende trazer ao debate ao colocar esta minuta de Instrução em audiência pública são, principalmente, aquelas centradas no capítulo VIII da Instrução nº 409, que trata das carteiras dos fundos de investimento. O cerne das alterações propostas está num dos princípios universalmente aceitos da boa gestão de investimentos, segundo o qual, por medida de prudência, deve-se evitar a concentração excessiva em poucas modalidades de ativos ou em aplicações que exponham um fundo de investimento a um risco de contraparte concentrado em uma mesma entidade ou em entidades pertencentes a um mesmo grupo econômico.

Há hoje grande expectativa dos agentes de mercado quanto ao sucesso do governo federal na redução da necessidade de financiamento e suas conseqüências benéficas. A redução da taxa de juros e do risco-país, no médio e longo prazos, levariam a um maior acesso ao mercado de capitais por parte dos emissores de títulos privados. Este cenário possibilitará uma maior diversificação e ampliação da fatia do risco privado na carteira dos fundos de investimento, com possíveis benefícios para os investidores.

Na hipótese da materialização dessas expectativas, o investidor, principalmente no segmento de varejo do mercado de fundos de investimento, poderá não estar suficientemente protegido pelas atuais exigências de transparência e diversificação da Instrução nº 409. Por exemplo, o administrador de um fundo da classe Renda Fixa pode hoje aplicar a totalidade dos recursos disponíveis em uma única modalidade de ativo. Se os emissores deste ativo forem empresas privadas, poderá não haver informação pública suficiente sobre a qualidade desses créditos.

Pelas características da economia brasileira e do desenvolvimento do mercado de fundos nos últimos 20 anos, o pequeno investidor tende a considerar a aplicação em fundos das classes Renda Fixa e Referenciados - classes que ocupam a maior parcela do mercado de fundos de varejo (86% do patrimônio líquido dos fundos com mais de 2.000 cotistas) - como uma aplicação quase que exclusiva em títulos públicos, e de baixíssimo risco<sup>1</sup>. O risco percebido pelos investidores é principalmente o da variação da taxa de juros. Assim, a cultura da aplicação em ativos de emissores privados ainda é incipiente, e não seria desejável que o investidor confundisse um fundo cuja carteira tenha uma parcela significativa de seu patrimônio aplicado em títulos de emissores

---

<sup>1</sup> Como exemplo, uma busca através do "site" Google com a palavra-chave "Fundos DI" retornou, já na primeira ocorrência, o seguinte texto do portal IG (poupaclique.ig.com.br) "Os fundos DI são adequados para faixas de aplicações mais significativas, algo em torno de R\$10 mil ou mais. Contudo, podem ser ótima opção para valores a partir de mil reais. Trata-se de um investimento de curto e médio prazo. Para longo prazo, eles são importantes na composição da carteira do investidor (reserva). Os fundos DI são a aplicação com menor risco no mercado, são rentáveis e contêm em suas carteiras *títulos pós-fixados do Governo Federal.*" (grifo nosso)

privados com um fundo de investimento tradicional, cuja carteira está alocada majoritariamente em títulos públicos.

A proposta tem como objetivo a criação de limites de concentração da carteira dos fundos por modalidades de ativos, que se somam aos limites por emissor já estabelecidos na Instrução 409. A motivação da proposta reside na preocupação sobre a oferta pública de cotas de fundos de investimento cujas carteiras tenham forte concentração de ativos financeiros de origem privada, em especial de ativos de baixa liquidez, com pouca transparência na formação de seus preços, de emissores a respeito dos quais não haja informações públicas disponíveis<sup>2</sup>.

Essa preocupação com o pequeno investidor, em face da expectativa acima descrita de maior diversificação das carteiras dos fundos, é decorrente da percepção de que o público em geral ainda não adquiriu plena familiaridade com os riscos envolvidos nessa modalidade de investimento, sendo possível que um fundo com uma carteira fortemente concentrada em títulos de crédito ou outras obrigações de origem privada não coincida com os objetivos de investimento do aplicador no segmento de varejo, haja vista o diferencial de risco que tais títulos apresentam.

De fato, a pesquisa realizada pelo IBOPE divulgada no 3º Congresso de Fundos de Investimento da Associação Nacional dos Bancos de Investimento - ANBID (31 de maio a 1 de junho de 2005, São Paulo, SP) revelou que os dois principais objetivos de investimento das pessoas físicas são: *por segurança para emergências* (33%) e *manter o valor e usar quando for preciso* (30%). Ou seja, a segurança e a liquidez do fundo representam pelo menos dois terços da motivação do investidor na sua escolha. A rentabilidade fica relegada a um segundo plano.

No texto que segue, o mercado de fundos no segmento de varejo foi avaliado à parte daquele dos investidores considerados qualificados, uma vez que a proposta de alteração dos dispositivos do Capítulo VIII da Instrução nº 409, além de buscar aumentar a proteção ao pequeno investidor pelo aumento da transparência e da exigência de maior diversificação, procura dar maior liberdade aos gestores das carteiras dos investidores qualificados, que precisam de menor tutela do Regulador, e que poderão, por sua natureza, capacidade de análise e poder de barganha, absorver com maior agilidade o esperado aumento dos ativos oriundos de emissores privados.

---

<sup>2</sup> De acordo com estudo realizado pela Organização Internacional de Comissões de Valores Mobiliários – OICV/IOSCO abrangendo diversos países, a negociação com títulos de dívida de emissores privados (“corporate bonds”) são majoritariamente bilaterais, dando-se entre instituições intermediárias e seus clientes. Mesmo com títulos listados em bolsas de valores, a maioria dos negócios se dá privadamente (“off-market”). Tais características contribuíram para uma menor evolução em termos de transparência no mercado de títulos de dívida de emissores privados (“Transparency of Corporate Bond Markets – Report of the Technical Committee of the International Organization of Securities Commissions”, disponível em [www.iosco.org](http://www.iosco.org))

## 2. Proposta de Alteração dos Critérios Prudenciais da Instrução nº 409

---

### 2.1. Critérios de Análise Utilizados

Verificou-se o impacto das alterações sugeridas em seis classes de fundos: Renda Fixa, Referenciado, Curto Prazo, Ações, Multimercado e Cambiais<sup>3</sup>. Avaliou-se principalmente a possibilidade de realocação compulsória de investimentos das carteiras para a satisfação de novas exigências, com a finalidade de mensurar os potenciais custos das mudanças propostas ante os benefícios que se procura obter, pois, além de a estabilidade das normas ser desejável, mudanças de grande impacto no arcabouço regulatório podem provocar, ainda que de maneira infundada, insegurança nos investidores e nos demais participantes do mercado.

Para efeito da verificação do impacto, foi realizado um levantamento de dados relativos à composição das carteiras dos fundos de todas as classes, de forma a permitir uma visualização dos percentuais de aplicação nos diversos ativos existentes e compará-los aos novos limites prudenciais a serem adotados. A análise empreendida foi feita para os fundos de varejo e para os fundos destinados a investidores qualificados, tendo em vista a distinção de tratamento a ser conferido a essas duas categorias de fundos.

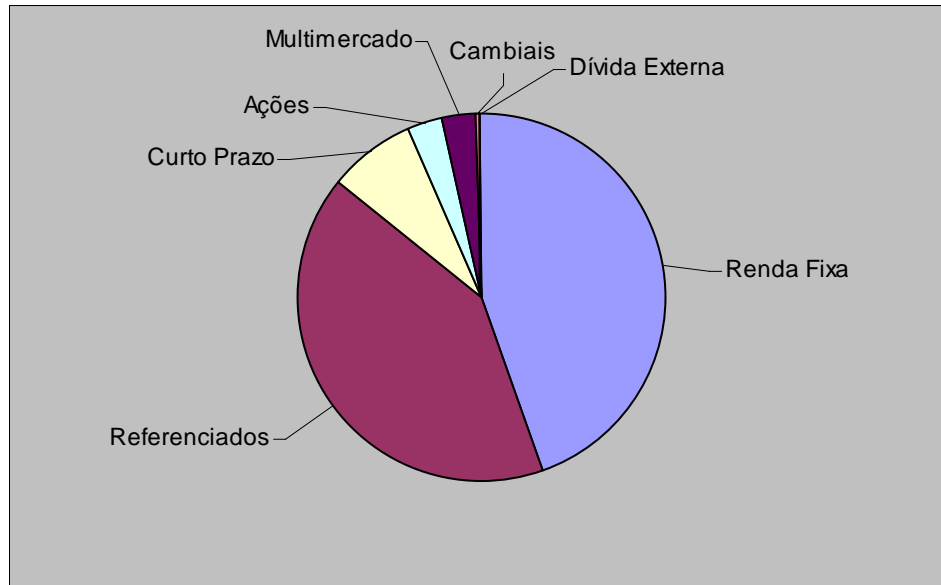
O fato de um fundo não estar registrado na CVM como destinado exclusivamente para qualificados não é condição suficiente para se ter certeza que o fundo é efetivamente destinado ao varejo. Assim, adotou-se um critério baseado no número de cotistas para considerar um fundo como efetivamente destinado ao segmento de varejo. Para esse fim, portanto, foram considerados como de varejo somente os fundos que recebem, direta ou indiretamente (via um fundo de cotas), aplicações de mais de 2.000 cotistas. Registre-se que os fundos que recebem aplicações de menos de 2.000 cotistas e que não são destinados a qualificados correspondiam a 12,5% do patrimônio dos fundos na data em que os dados foram coletados, 31 de outubro de 2005.

Os quadros 1 e 2 a seguir demonstram a participação das diversas classes da Instrução nº 409 no patrimônio líquido (PL) dos fundos de varejo e dos destinados unicamente a qualificados, revelando a forte polarização dos recursos, principalmente nos fundos com mais de 2.000 cotistas, para as classes Renda Fixa e Referenciados. Assim, estas duas classes são o foco de maior preocupação na abordagem das mudanças da regulamentação.

---

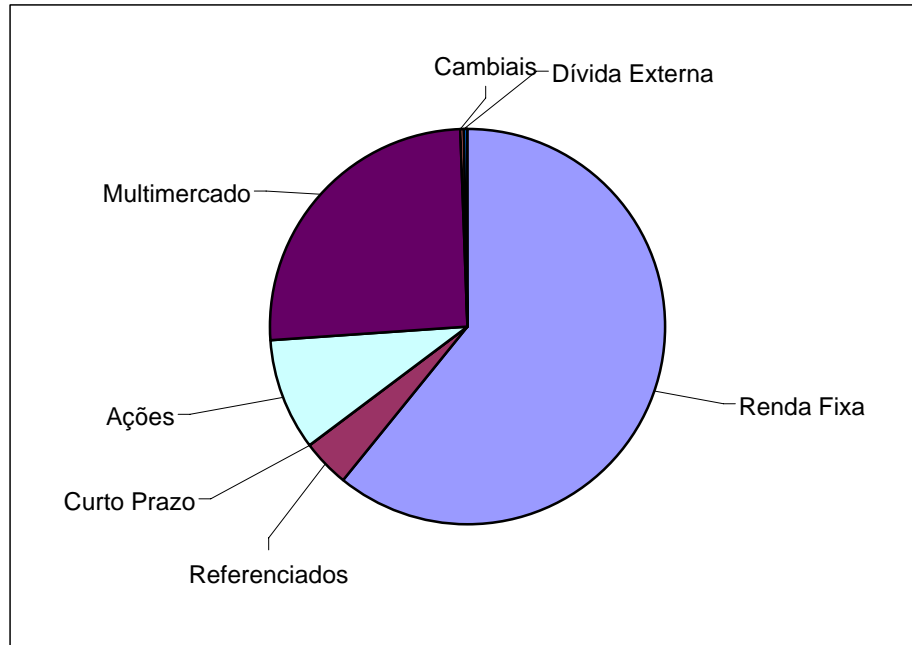
<sup>3</sup> Em razão da composição da carteira dos fundos da classe “Dívida Externa”, estes fundos não serão afetados pelas alterações, razão pela qual não são feitas quaisquer referências aos mesmos.

**Quadro 1. Participação das classes no mercado de fundos de varejo (mais de 2.000 cotistas ou recebe aplicações de fundo com mais de 2.000 cotistas) em 31/10/2005**



<b>Classe</b>	<b>Patrimônio Líquido</b>	<b>Participação</b>
Renda Fixa	R\$ 116.665.286.100,67	44,6%
Referenciados	R\$ 108.380.156.158,57	41,4%
Curto Prazo	R\$ 19.813.672.279,59	7,6%
Ações	R\$ 8.238.655.649,25	3,1%
Multimercado	R\$ 8.091.633.306,51	3,1%
Cambiais	R\$ 662.737.698,23	0,3%
Dívida Externa	R\$ 419.519,95	0,0%
<b>TOTAL</b>	<b>R\$ 261.852.560.712,77</b>	<b>100%</b>

**Quadro 2. Participação das classes no mercado de fundos destinados a investidores qualificados em 31/10/2005.**



<b>Classe</b>	<b>Patrimônio Líquido</b>	<b>Participação</b>
Renda Fixa	R\$ 231.114.528.970,70	61,0%
Referenciados	R\$ 14.315.006.796,68	3,8%
Curto Prazo	R\$ 207.644.559,09	0,1%
Ações	R\$ 34.853.034.538,39	9,2%
Multimercado	R\$ 96.567.533.950,62	25,5%
Cambiais	R\$ 783.102.476,67	0,2%
Dívida Externa	R\$ 1.096.831.802,95	0,3%
<b>TOTAL</b>	<b>R\$ 378.937.683.095,10</b>	<b>100%</b>

## 2.2. Limite de Concentração por Modalidade de Ativos – Regra Geral

A minuta de Instrução introduz uma progressão de nível de maior restrição para o de maior liberdade quanto aos limites de concentração por modalidade de ativos. Dessa forma, permite-se a elevação progressiva de tais limites, mediante a exigência de divulgação de alerta sobre os riscos envolvidos, chegando-se à liberação desses limites quando o regulamento de um fundo, se destinado exclusivamente a investidores qualificados, estabelecer como valor mínimo de aplicação o valor de R\$ 1.000.000,00 (um milhão de reais).

Como já ressaltado acima, buscou-se estimar os efeitos que os novos limites teriam sobre a composição das carteiras das diversas classes de fundos em funcionamento, sendo que as alterações propostas foram elaboradas de forma a não criar restrições que impeçam aos fundos de cada uma das respectivas classes perseguir seus objetivos de investimento.

Por decorrência, a presente proposta é calcada na previsão, no artigo 87 da Instrução nº 409, de uma regra genérica sobre limites de modalidades de ativos financeiros, aplicável a todas as classes de fundos de varejo (exceto os fundos classificados como Dívida Externa que, em razão de seus objetivos de investimento, não são afetados pela presente alteração).

De acordo com a redação pretendida para o artigo 87, não serão impostos limites para a aquisição de títulos públicos federais, ou para a aplicação em contratos de investimento em ouro, nos quais a liquidação seja de responsabilidade de instituição de liquidação e custódia devidamente autorizada. No que se refere aos ativos financeiros de risco privado, estes foram agrupados por categorias. O conjunto dos ativos relacionados na Tabela 1 abaixo, entretanto, não poderá ultrapassar o limite global de 30% do patrimônio do fundo, exceto com a adoção das salvaguardas específicas que serão apresentadas a seguir.

**Tabela 1. Proposta de Limite de Concentração por Modalidade de Ativos Financeiros (Fundos destinados ao varejo, sem nenhum tipo de alerta sobre o risco de concentração em ativos oriundos de emissores privados)**

<b>Modalidade de ativo</b>	<b>Limite do PL</b>	<b>Limite Global de 30% do PL</b>
Títulos de emissão ou coobrigação de instituições financeiras autorizadas pelo Banco Central do Brasil (CDBs, LCIs, etc.)	20%	
Ações, debêntures e outros valores mobiliários registrados na CVM.	20%	
Cotas de fundos de investimento registrados na CVM (FDIC, FII, etc).	20%	
Ativos de responsabilidade de emissor que não seja instituição financeira.	10%	

A adoção do texto da minuta em questão acarretará, em última análise, uma concentração compulsória da ordem de 70%, no mínimo, das carteiras dos fundos de investimento destinados ao segmento varejo, em títulos da dívida pública federal, se estes não contiverem em seu regulamento, prospecto e material de divulgação, um alerta sobre os riscos inerentes à concentração da carteira em títulos de emissores privados e o investidor assine um termo de ciência de risco. Comparada com a regulamentação em vigor, tal proposta poderia ser considerada relativamente restritiva, dado

que atualmente não há impedimento a que um fundo classificado como Renda Fixa, por exemplo, componha sua carteira exclusivamente com debêntures e outros títulos e valores mobiliários de renda fixa que não públicos.

No entanto, os dados mensais de composição da carteira dos fundos com mais de 2.000 cotistas revelaram que estes já possuem um elevado grau de concentração em títulos públicos. Como demonstra a tabela 3.1 abaixo, nos fundos classificados como Renda Fixa (classe que representa 44,6% dos fundos de varejo) 70% do PL agregado encontrava-se aplicado em títulos públicos, e 14% em operações compromissadas, cuja maioria, presumivelmente, tinha por objeto esses mesmos títulos. As aplicações diretas em títulos privados (CDBs, debêntures e outros) não ultrapassavam 23% do PL agregado dos fundos dessa classe, mesmo incluindo operações com derivativos (em cujo quantitativo estão abrangidos tanto as operações de liquidação garantida por “clearings” e aquelas que não o são).

Nos fundos Referenciados, que, em outubro de 2005, representavam 41,4% do total dos fundos de varejo, o percentual de aplicações em títulos públicos cai para 61% do PL, ao passo que as operações compromissadas somavam 12% de suas aplicações, como mostra o tabela 4.1 abaixo. Entretanto, as aplicações em títulos privados também eram relativamente pequenas, da ordem de 12% (incluindo operações com derivativos).

Dessa forma, pode-se concluir que, de maneira geral, a proposta em questão não acarretará restrições importantes às carteiras dos fundos hoje em funcionamento. Ao contrário, será deixada significativa margem para expansão das aplicações em títulos de risco privado mesmo nos casos em que não se faça necessária a adoção das salvaguardas propostas, que serão debatidas mais adiante.

Adicionalmente, propõe-se que os fundos de investimento regulados pela Instrução nº 409 somente possam realizar aplicações em cotas dos seguintes fundos de investimento, com exclusão de quaisquer outras modalidades de fundos regulados pela CVM: a) Fundos de Investimento Imobiliário - FII; b) Fundos de Investimento em Direitos Creditórios – FIDC; c) Fundos de Investimento em Cotas de Fundos de Investimento em Direitos Creditórios – FIC-FIDC; d) Fundos de Índice, com Cotas Negociáveis em Bolsa de Valores ou Mercado de Balcão Organizado; e e) os fundos de investimento e fundos de investimento em cotas de fundos de investimento registrados com base na própria Instrução nº 409.

Guardando coerência com a redação em vigor do § 4º do artigo 112 da Instrução nº 409, que veda a realização de aplicações nas cotas dos fundos de investimento ali relacionados, a proposta tem por objetivo evitar que fundos de investimento regulados pela Instrução possam, como regra geral, investir em modalidades de fundos de investimento que possuem características peculiares, e que podem não se harmonizar com os objetivos de investimento do público em geral, seja em razão do tipo de risco envolvido, seja em razão do prazo do investimento. Propõe-se, portanto, que as exceções previstas no § 6º do artigo 112, previstas somente para os fundos de investimento em cotas, sejam transpostas para os fundos de investimento, nas classes ali referidas.

Serão consideradas, para efeito do cálculo do limite por modalidades de ativos, as operações com derivativos cuja liquidação não seja de responsabilidade de instituição autorizada pela CVM ou pelo Banco Central do Brasil a prestar serviços de liquidação ou custódia (artigo 87, § 2º). A motivação dessa proposta reside no risco de contraparte a que se sujeita um fundo de investimento, quando realiza operações com derivativos. A depender do volume das operações dessa natureza, esse risco pode representar uma possibilidade de perda substancial de patrimônio de um fundo de investimento, em decorrência da inadimplência da contraparte.

Por outro lado, não se pretende alterar a orientação em vigor no tocante ao risco de mercado que essas operações podem representar, permanecendo a necessidade de previsão de advertência sobre tais riscos, na forma do § 2º do artigo 40 da Instrução nº 409. Dessa forma, não se submeterão aos limites estabelecidos no artigo 87 as operações cuja liquidação é garantida por uma “clearing”, nas quais o risco de contraparte é suficientemente mitigado por força da supervisão feita pelo Banco Central do Brasil e pela CVM sobre essas instituições.

Deve-se ressaltar que os limites por modalidade de ativos constantes da minuta imporiam sérios limites a operações de “box”, realizações de “swaps”, uso de opções e futuros, etc. A operação de “box”, por exemplo, pode ser realizada com ações e opções extremamente líquidas, auferindo um ganho de natureza de renda fixa com baixo risco. Dessa forma, as operações como “swaps”, quando realizados com garantia de liquidação por uma “clearing”, não devem sofrer restrições. A título de ilustração, podemos citar que a Bolsa de Mercadorias & Futuros BM&F oferece a alternativa de os contratos de “swap” terem garantias (a BM&F garante o Membro de Compensação contra o risco de inadimplência do Membro de Compensação da contraparte).

De igual forma, serão incluídas no cálculo dos percentuais estabelecidos no artigo 87 as operações compromissadas que tenham como objeto os ativos financeiros ali referidos, com exceção das operações cuja liquidação seja de responsabilidade de instituição autorizada pela CVM ou pelo Banco Central do Brasil a prestar serviços de liquidação ou custódia (artigo 87, § 4º).

As exceções à regra geral constantes do artigo 87, assim como as condições para se permitir a elevação dos limites ali estabelecidos, estão incluídas nos artigos que tratam das classes dos fundos, com atenção às suas características peculiares, e serão debatidas nos tópicos destinados à análise das propostas para cada classe. Cabe registrar, ainda, que a presente proposta realoca as disposições dos artigos 93 a 97, de forma a reservar um único artigo para cada classe de fundo, com a finalidade de permitir a previsão de normas específicas sobre a composição de carteira de cada fundo, o que deverá facilitar a compreensão do texto ora proposto. Nessa realocação mantêm-se inalteradas as demais normas aplicáveis às classes dos fundos previstas no artigo 92 da Instrução nº 409.

### **2.3. Limite de Concentração por Emissor**

Os fundos de investimento regulados pela Instrução nº 409, de acordo com o texto em vigor, não podem realizar aplicações em ativos financeiros e modalidades operacionais de emissão ou com co-obrigação de uma mesma pessoa jurídica, de seu controlador, de sociedades por ele direta ou indiretamente controladas e de coligadas ou outras sociedades sob controle comum, bem como de um mesmo estado, município, ou pessoa física acima do limite de 10% de seu patrimônio líquido.

Esse limite, porém, é ampliado para 20%, quando se tratar de ativos financeiros de emissão ou co-obrigação de uma mesma instituição financeira, de seu controlador, de sociedades por qualquer deles direta ou indiretamente controladas e de suas coligadas ou sociedades sob controle comum. Não se sujeitam a qualquer limite as aplicações em títulos públicos federais e a realização de operações compromissadas lastreadas nos referidos títulos, bem como os fundos da classe Ações, que podem realizar aplicações de até 100% de seu patrimônio líquido em ações de uma mesma companhia aberta (artigo 88).



Adicionalmente, é vedado aos fundos aplicarem mais de 20% de seu patrimônio líquido em títulos ou valores mobiliários de emissão do administrador, do gestor ou de empresas a eles ligadas, ressalvados os fundos administrados por instituições controladas, direta ou indiretamente, pela União Federal, no que se refere especificamente à aplicação em títulos públicos federais.

Isso posto, a minuta elaborada mantém coerência com o texto em vigor. Assim, no § 1º do artigo 86, são reproduzidas, com alterações de forma, os limites hoje em vigor, ao passo que no § 2º do mesmo artigo, o conceito de emissor é ampliado e aperfeiçoado.

#### **2.4. Elevação dos Limites de Concentração - Criação de carteiras com maior concentração em risco de crédito de origem privada.**

A CVM considera que em um cenário de crescimento econômico e de redução da taxa de juros SELIC, a possibilidade de maior concentração no risco de crédito privado poderá ser positiva, desde que observado o limite por emissor proposto na nova redação do artigo 86, e o investidor seja devidamente alertado sobre o potencial de perda decorrente da presença, na composição da carteira do fundo, de títulos privados.

Assim sendo, considerou-se que o limite inicial de concentração por modalidade de ativos financeiros da regra geral (30%) possa ser ampliado para até 50% do PL dos fundos do segmento de varejo, nas classes Renda Fixa, Cambial e Multimercado, desde que: a) conste da denominação do fundo a expressão “Crédito Privado”; b) o regulamento, o prospecto e o material de venda do fundo, bem como os extratos enviados aos clientes, contenham, com destaque, alerta de que o fundo está sujeito a risco de perda substancial de seu patrimônio líquido em caso de inadimplimento, intervenção, liquidação, regime de administração temporária, falência, recuperação judicial ou extrajudicial dos emissores responsáveis pelos ativos do fundo; e c) o ingresso no fundo seja condicionado à assinatura de termo de ciência dos riscos inerentes à composição da carteira do fundo, vedada a utilização de sistemas eletrônicos para esse fim (artigo 95, § 3º, e remissões nos artigos 95-A, e 97).

As medidas propostas têm um viés nitidamente informacional, visando assegurar que o investidor, ao adquirir cotas de um fundo, tenha plena ciência de que o fundo poderá realizar aplicações em títulos sujeitos aos riscos descritos no alerta a ser inserido.

Conforme será discutido abaixo, a minuta inova ao permitir que os limites por emissor, estabelecidos no artigo 86, na redação ora proposta, sejam mais elevados em fundos de investimento destinados a investidores qualificados, ou até inexistentes em fundos para qualificados cujo regulamento estabeleça valor de investimento inicial mínimo de R\$ 1.000.000,00 (um milhão de reais).

#### **2.5. Limites de Concentração para Fundos de Investidores Qualificados**

De acordo com o texto ora proposto, os limites estabelecidos para os fundos destinados ao varejo serão computados em dobro nos fundos exclusivamente para investidores qualificados. Pelas mesmas razões que nos levaram restringir a apenas algumas classes a possibilidade de elevação dos limites de concentração nos fundos destinados ao público em geral, os limites ampliados para fundos destinados a investidores qualificados também serão válidos apenas para os fundos classificados como Renda Fixa, Cambial e Multimercado. Os limites para essa categoria de fundos são demonstrados na Tabela 2 abaixo:

**Tabela 2. Proposta de Limite de Concentração por Modalidade de Ativos Financeiros – Fundos Destinados Exclusivamente a Investidores Qualificados**

<b>Modalidade de ativo</b>	<b>Limite do PL</b>	<b>Limite Global de 60% do PL</b>
Títulos de emissão ou coobrigação de instituições financeiras autorizadas a funcionar pelo Banco Central do Brasil (CDBs, LCIs, ect.)	40%	
Ações, debêntures e outros valores mobiliários registrados na CVM.	40%	
Cotas de fundos de investimento registrados na CVM (FDIC, FII, etc.).	40%	
Ativos de responsabilidade de emissor que não seja instituição financeira.	20%	

Será aplicada a estes fundos a mesma regra prevista para os fundos de varejo, sempre que o regulamento do fundo permitir a realização de aplicações nos títulos relacionados na Tabela 2 em percentual global superior a 30%. Ou seja, para que isso ocorra, será necessário que conste da denominação do fundo a expressão “Crédito Privado” e adoção das demais medidas acima descritas para os fundos do segmento varejo.

É prevista ainda a possibilidade de duplicação dos limites de concentração por emissor de que trata o artigo 86. Nessa hipótese, deverá ser acrescentada ao alerta acima referido, advertência relativa ao risco decorrente da concentração em títulos de um mesmo emissor.

Tratamento distinto será conferido aos fundos para investidores qualificados em que o regulamento exija investimento inicial mínimo de R\$ 1.000.000,00 (um milhão de reais). Em relação a esses fundos, adotou-se a premissa de que os investidores tenham ainda maior qualificação, e a opção pelo investimento em ativos disponíveis nos mercados financeiro e de capitais seja motivada por razões distintas das que movem o investidor médio, mesmo qualificado. Supõe-se, portanto, que o investidor que aplique em um fundo com tal característica esteja apto a analisar adequadamente os riscos inerentes a quaisquer ativos financeiros, tendo, portanto, acesso direto às diversas modalidades de investimento disponíveis.

Nos fundos com essas características, i.e., destinados a investidores qualificados com tíquete de ingresso mínimo de um milhão de reais, considerou-se que a intervenção do órgão regulador, para fins puramente prudenciais, não se faz necessária, razão pela qual propõe-se que os limites de concentração por emissor (artigo 86) e por modalidade de ativos (artigo 87) não lhes sejam aplicáveis.

Além disso, considerou-se apropriado que a ampla liberdade na composição da carteira fosse permitida também aos fundos Exclusivos do artigo 116. De acordo com levantamento realizado acerca dos fundos registrados na CVM como Exclusivos, constatou-se que de um universo de 1.472 fundos, 1.435 (97,5%) tinham patrimônio líquido acima de um milhão de reais. Somente 24 fundos tinham, em 31 de outubro de 2005, patrimônio líquido situado na faixa entre 300 mil a um milhão de reais. Portanto, como os fundos Exclusivos têm somente um cotista, conclui-se que o conjunto dos fundos Exclusivos já representa de fato, por razões comerciais, o

investidor que aplicou mais de um milhão de reais, e a intenção da proposta deveria ser estendida àqueles fundos também (artigo 111-A, § 4º, da minuta anexa).

Convém ressaltar que, conforme a redação corrente do artigo 110, inciso IV, da Instrução nº 409, nos fundos destinados a investidores qualificados existe a permissão para que os prazos referentes: a) à apuração do valor da cota de resgate; e b) ao pagamento do resgate, sejam diferentes daqueles dos fundos destinados ao varejo (desde que constem do regulamento). Portanto, desde a sua origem, a Instrução nº 409 já continha um dispositivo que dava aos administradores de fundos para qualificados maior liberdade na aquisição de ativos pouco líquidos, ao permitir a estipulação de prazos maiores e, portanto, mais adequados à menor liquidez do fundo que adotasse tal política de investimento. Assim, a ampliação dos limites em tela poderá ser utilizada pelos administradores com o adequado uso das exceções admitidas pelo artigo 110. De modo similar, somente nos fundos destinados a qualificados, o registro e avaliação contábil dos ativos pode incluir a escolha “mantido até o vencimento”, opção que é provavelmente a mais adequada para esses casos.

## **2.5 O Conceito de Investidor Qualificado**

Para melhor avaliar as mudanças incluídas na minuta, convém reproduzir a atual definição de investidor qualificado, expressa no artigo 109 da Instrução nº 409, de acordo com o qual são considerados investidores qualificados:

- (i) instituições financeiras;
- (ii) companhias seguradoras e sociedades de capitalização;
- (iii) entidades abertas e fechadas de previdência complementar;
- (iv) pessoas físicas ou jurídicas que possuam investimentos financeiros em valor superior a R\$ 300.000,00 (trezentos mil reais) e que, adicionalmente, atestem por escrito sua condição de investidor qualificado mediante termo próprio;
- (v) fundos de investimento destinados exclusivamente a investidores qualificados; e
- (vi) administradores de carteira e consultores de valores mobiliários autorizados pela CVM, em relação a seus recursos próprios.

Os fundos de investimento destinados exclusivamente aos investidores elencados no artigo 109 poderão, conforme disposto no artigo 110:

- (i) admitir a utilização de títulos e valores mobiliários na integralização e resgate de cotas, com o estabelecimento de critérios detalhados e precisos para adoção desses procedimentos, atendidas ainda, quando existirem, as correspondentes obrigações fiscais;
- (ii) dispensar a elaboração de prospecto, assegurando que as informações previstas nos incisos III, VI e XI do artigo 40<sup>4</sup> estejam contempladas no regulamento;

---

<sup>4</sup> Art. 40: o prospecto deve conter, em linguagem clara e acessível ao público alvo do fundo, informações sobre os seguintes tópicos, assim como quaisquer outras informações consideradas relevantes: (...) III - relação dos prestadores de serviços do fundo; VI - condições de compra de cotas do fundo, compreendendo limites mínimos e máximos de investimento, bem como valores mínimos para movimentação e permanência no fundo; (...) XI - informação sobre a

(iii) cobrar taxas de administração e de performance, conforme estabelecido em seu regulamento; e

(iv) estabelecer prazos para conversão de cota e para pagamento dos resgates diferentes daqueles previstos nesta Instrução.

Ressalte-se que os limites de concentração (por modalidade de ativos e por emissor) da Instrução nº 409 não estão entre as exceções dos incisos I a IV do artigo 110. De fato, a única excepcionalidade referente à composição da carteira é aquela aplicável somente aos fundos de investimento em cotas da classe Multimercado para qualificados (e aos fundos Exclusivos<sup>5</sup>, que são restritos aos investidores qualificados, de qualquer modo), que podem adquirir livremente cotas de Fundos Mútuos de Investimento em Empresas Emergentes – FMIEE, Fundos de Investimentos Imobiliários - FII, Fundos de Investimento em Participações – FIP, Fundos de Investimento em Direitos Creditórios – FDIC e Fundos de Investimento em Cotas de Fundos de Direitos Creditórios – FICFDIC, nos limites previstos em seu regulamento e prospecto (artigo 112, § 6º). Assim, a minuta em apreciação introduz mudanças substanciais, ampliando a liberdade do administrador para concentrar as aplicações em certas modalidades de ativos e em poucos, ou até mesmo em um único emissor, para os fundos destinados a este tipo de investidor. Desse modo, CVM também está especialmente interessada em receber sugestões sobre a definição de investidores qualificados a ser aplicada.

Como os investidores constantes dos incisos I a III do artigo 109 são sujeitos à regulação prudencial própria emanada de outros órgãos reguladores, e os do inciso VI são profissionais do ramo de investimento no mercado de capitais, o foco da preocupação da Comissão está na proteção daqueles investidores do inciso IV, que possuem investimentos no mínimo de R\$ 300 mil, e que atestem de próprio punho sua condição de qualificados.

Como subsídio, convém lembrar que na Instrução nº 215, com a redação dada pela Instrução nº 254, a exigência para se atingir o patamar de investidor qualificado era bastante superior (principalmente se considerarmos a inflação no período de quase 10 anos): “*investidores que detenham carteiras de valores mobiliários em montante superior a R\$ 500.000,00 (quinhentos mil reais), administradas, discricionariamente, por administrador autorizado pela CVM a prestar serviços de administração de carteira*”<sup>6</sup>. Tal mudança sugere questionamento sobre qual valor “mediria” o grau de sofisticação desses investidores que não são nem institucionais, nem profissionais do ramo, mas que por seu volume de patrimônio poderiam: a) arcar com os custos de um adequado assessoramento no destino de seus recursos, ou b) têm capacidade própria de avaliar os riscos de um determinado investimento.

---

tributação aplicável ao fundo e a seus cotistas, contemplando a política a ser adotada pelo administrador quanto ao tratamento tributário perseguido.

<sup>5</sup> Art. 116: os fundos classificados como "Exclusivos" são aqueles constituídos para receber aplicações exclusivamente de um único cotista. § 1º Somente investidores qualificados poderão ser cotistas de fundos exclusivos. § 2º Os fundos classificados como "Previdenciários" são os fundos exclusivos constituídos para receber aplicações exclusivamente de Fundos de Investimentos e Fundos de Aposentadoria Programada Individual – FAPI, planos de previdência complementar aberta, de seguros de vida com cobertura por sobrevivência e de entidades fechadas de previdência privada.

<sup>6</sup> Esse valor, atualizado pelo IPCA, representava em 31 de dezembro de 2005 a importância de R\$ 940.000,00.

A introdução do gatilho representado pelo tíquete mínimo de um milhão de reais, que permitiria total liberdade na composição da carteira, traz essa dúvida novamente à luz. Na elaboração desta minuta, debateu-se inclusive se a melhor alternativa seria elevar o valor previsto no inciso IV do artigo 109, de forma a que sejam considerados investidores qualificados somente pessoas físicas ou jurídicas que possuam investimentos financeiros em valor superior a um milhão de reais, sem prejuízo da declaração exigida pelo Anexo da Instrução nº 409. Ponderou-se também um possível aumento do valor de 300 mil reais para 5 milhões<sup>7</sup>, valor que alinharia a regulação emanada da Comissão com a prática internacional.

### 3. Situação das classes de fundos após as alterações

---

#### 3.1. Fundo de Renda Fixa

##### 3.1.1. Destinado a Investidores de Varejo

A classe Renda Fixa (RF) concentra a maior parte (44,6%) do patrimônio dos fundos com 2.000 ou mais cotistas. Sendo a principal categoria onde pequenos poupadores aplicam seus recursos, a classe RF merece especial atenção do Regulador.

Os fundos da classe RF têm sido oferecidos ao público brasileiro como uma alternativa possivelmente mais rentável num cenário de queda da SELIC, pois teriam parte da carteira aplicada em títulos prefixados. A título de ilustração, uma instituição administradora de fundos de investimento traz a seguinte definição para a classe RF em seu “site” na internet: *“Fundos que investem em títulos de renda fixa públicos e/ou privados, pós-fixados ou prefixados. Possuem gestão ativa que busca retornos adicionais em cenários de queda nas taxas de juros. Os Fundos não acompanham obrigatoriamente as oscilações das taxas de juros como os Fundos Referenciados DI, em função da possibilidade de investimento de uma parcela de seu patrimônio em títulos prefixados”*.

No cenário internacional, em contraste, a classe RF normalmente está subdividida comercialmente em títulos públicos (“government bonds”), títulos privados (“corporate bonds”), fundos com ativos garantidos por hipotecas (“mortgage-backed securities”), alto retorno (“high-yield”) e outros tipos. Assim, a percepção do retorno esperado está associada à qualidade do crédito, ao prazo de vencimento, à possibilidade de pré-pagamento, etc., e não somente à sensibilidade às taxas de juros. Os fundos “high-yield”, por exemplo, são constituídos por ativos de alto risco (muitas vezes “junk-bonds”), e provavelmente baixa liquidez, mas adequados ao investidor que procura ganhos semelhantes aos da renda variável e que tem baixa prioridade na

---

<sup>7</sup> A Instrução CVM nº 302/99 incluía no rol de investidores qualificados: “investidores individuais que possuam carteiras de valores mobiliários e/ou cotas de fundos de investimentos de valor superior a R\$ 250.000,00 (duzentos e cinquenta mil reais)” (art. 99, inc. V); ou “pessoas físicas com patrimônio superior a R\$ 5.000.000,00 (cinco milhões de reais) comprovados através da declaração de bens apresentada por ocasião da última declaração de imposto de renda (art 99, inc. VII, acrescentado pela Instrução CVM nº 326, de 11 de fevereiro de 2.000). Na regulamentação internacional, valores elevados também são muitas vezes usados: Nos EUA, de acordo com o “Investment Company Act”, de 1940, a pessoa física poderá ser considerada como “qualified purchaser” se tiver pelo menos 5 milhões de dólares em investimentos (section 2(51)A). Na União Européia, a exigência é de 0,5 milhão de euros investidos em um portfolio de valores mobiliários (Directiva 2003/71/EC, 2(2)(b)).

preservação do seu capital. Havendo transparência quanto a estas distinções, o investidor poderia alocar adequadamente seus recursos vis-à-vis seus objetivos. A própria indústria de fundos já vem buscando clarificar estas diferenças<sup>8</sup>.

Conforme o texto da minuta, aplica-se aqui a regra geral, ou seja, o conjunto dos títulos de emissão ou coobrigação de instituições financeiras; dos valores mobiliários cuja emissão depende de registro obrigatório nesta Comissão, e dos demais títulos, i.e., ativos de renda fixa que não são de responsabilidade de instituições financeiras nem estão sujeitos a registro prévio na CVM, estará sujeito a um limite global de 30% do patrimônio líquido do fundo (lembrando que não há limite para concentração em uma única modalidade de ativo na atual Instrução nº 409).

As cotas de outros fundos de investimentos regulados pela Instrução nº 409 também terão o seu limite reduzido de 100% para 20%, percentual também sujeito ao limite global do conjunto de ativos mencionados no parágrafo anterior, evitando-se que um fundo de investimento tenha em carteira somente cotas de outros fundos sem ser registrado devidamente como fundo de cotas de fundos de investimento nos moldes do Capítulo XIII daquela Instrução.

Para que os títulos de emissão ou coobrigação de instituições financeiras, somados aos ativos de renda fixa de emissores que não sejam instituições financeiras, aos valores mobiliários de renda fixa com emissão registrada na Comissão e às cotas de FDIC e FII possam exceder este limite percentual do PL, o fundo deverá conter a expressão “*Crédito Privado*” na sua denominação, e tanto o prospecto como o regulamento deverão conter uma descrição clara deste objetivo e da política de investimentos a ser adotada, incluindo menção sobre as conseqüências, principalmente quanto aos fatores de risco e na liquidez.

A CVM considera que 50% do patrimônio nos fundos de varejo seria o limite máximo mais adequado para as aplicações com risco de crédito de origem privada (o valor de 50% é de fato aproximado, pois o texto da minuta ainda permitiria a aquisição de 10% de cotas de outros fundos de classe relacionadas – “Curto Prazo”, “Renda Fixa” e “Referenciados” – regulados pela mesma Instrução, que poderiam conter, hipoteticamente, ativos também expostos aos mesmos fatores de risco, se estes tiverem o mesmo administrador). Tais limites por tipo de ativo visam restringir o potencial de problemas na solvabilidade dos fundos, dada a ainda baixa liquidez de parte desses papéis, a falta de transparência na formação de preços, a não existência de informações públicas sobre os emissores em várias das modalidades e os possíveis conflitos de interesse.

Se os limites mais amplos aqui propostos forem adotados, existe também a possibilidade de criação de fundos de renda fixa “crédito privado” focados em setores específicos, como o agronegócio, por exemplo. Cumpridas as exigências constantes da minuta, seria possível montar um fundo com uma carteira com 20% CPR com aval de instituição financeira, 10% Certificados de Direito Creditório do Agronegócio - CDCA, 10% Certificados de Recebíveis do Agronegócio - CRA (com seguro), 10% FDIC com direitos creditórios originados do mesmo ramo da atividade (ex. venda de máquinas e tratores) e o restante do patrimônio aplicado em títulos públicos ou até em contratos futuros cujos ativos objetos sejam commodities agrícolas.

A criação de tais fundos pode ser bastante positiva, permitindo uma engenharia financeira que alavancaria o agronegócio, ao mesmo tempo gerando ganhos maiores num cenário de taxa

---

<sup>8</sup> No site de outra instituição administradora, por exemplo, a classe RF está dividida em Renda Fixa e Renda Fixa Crédito, conforme o objetivo do investimento: preservação ou crescimento do capital, respectivamente; o prazo da aplicação: médio ou longo, respectivamente; e a relação risco-retorno, médio ou alto, respectivamente. A Associação Nacional dos Bancos de Investimento – ANBID também tem a classe Renda Fixa Crédito no rol de sua classificação de fundos.

SELIC declinante. No entanto, os riscos associados a esses papéis, alguns recém-criados pela Lei nº 11.076, de 30 de dezembro de 2004, incluem riscos inerentes à atividade agrícola pouco conhecidos pelo público em geral. Os novos limites propostos elevariam a exposição em títulos de crédito ou representativos destes a cerca de 50% do patrimônio conforme discutido acima. De qualquer modo, convém lembrar que a alteração proposta para a Instrução nº 409 visa impedir a montagem de carteiras constituídas de somente um tipo de papel (CPRs, por exemplo), o que hoje é possível, mas não recomendável.

Será adicionado ainda um dispositivo à Instrução nº 409 que exige a manutenção de documentação comprobatória da existência de análise de crédito que fundamentou as decisões de investimento, principalmente no tocante à aquisição de títulos de crédito privados não admitidos à negociação em bolsas de valores ou no mercado de balcão organizado (artigo 98-A).

A Tabela 3.2 abaixo exhibe os limites percentuais do patrimônio líquido por modalidade de ativo financeiro, incluindo os limites por emissor aplicáveis, em comparação com os limites vigentes na Instrução nº 409.

**TABELA 3.1 Fundos da Classe Renda Fixa com mais de 2.000 cotistas. Percentual das aplicações por modalidade de ativo financeiro em 31 de outubro de 2005.**

<b>Aplicação</b>	<b>Valor</b>	<b>Percentual do PL</b>
<b>Patrimônio Líquido</b>	R\$ 116.665.286.100,67	---
Títulos públicos	R\$ 82.133.115.205,47	70%
Operações Compromissadas	R\$ 16.289.139.973,82	14%
Depósitos a prazo	R\$ 11.459.249.671,41	10%
Mercado Futuro - Posições vendidas	R\$ 7.573.182.593,04	6%
Debêntures simples	R\$ 4.765.195.001,31	4%
Mercado Futuro - Posições compradas	R\$ 2.628.204.741,87	2%
Cotas de fundos de investimento - Instrução Nº 409	R\$ 661.600.077,82	1%
DIFERENCIAL DE SWAP A RECEBER	R\$ 511.123.472,53	NS
Outras aplicações	R\$ 429.856.256,17	NS
DIFERENCIAL DE SWAP A PAGAR	R\$ 257.584.724,74	NS
Cotas de fundos de renda variável	R\$ 240.603.907,38	NS
Mercado a Termo - Posições compradas	R\$ 106.633.815,61	NS
Cotas de fundos de renda fixa	R\$ 102.827.593,79	NS
Valores a pagar	R\$ 88.187.881,38	NS
Debêntures conversíveis	R\$ 57.273.903,65	NS
Valores a receber	R\$ 30.547.783,55	NS
CPR	R\$ 9.571.840,98	NS
Opções - Posições titulares	R\$ 3.706.022,20	NS
Mercado a Termo - Posições vendidas	R\$ 3.486.376,28	NS
Opções - Posições lançadas	R\$ 3.148.805,80	NS
Disponibilidades	R\$ 766.323,05	NS
Tít. E créd. securitizados pelo governo federal	R\$ 0,60	NS

NS: montante cujo valor expresso em percentual do patrimônio líquido é essencialmente nulo



**TABELA 3.2 Fundos da Classe Renda Fixa destinados a investidores de varejo. Limites percentuais do patrimônio líquido por modalidade de ativo financeiro, incluindo os limites por emissor aplicáveis.**

APLICAÇÃO		Limite por Ativo	Limite por Emissor	Limite por Ativo - Inst. 409	Limite por Emissor – Inst. 409
<b>Títulos Públicos – Renda Fixa</b>	Títulos públicos federais (TN, BCB, Cred. Sec. TN, Tit. Mun. e Estadual refinanciado TN, etc.), inclusive operações compromissadas	100	100	100	100
<b>Títulos Privados – Renda Fixa<sup>9</sup></b>	Títulos de emissão ou coobrigação de Instituições Financeiras (CDB, RDB, LCA, CPR fin. com aval, etc.)	20	20	100	20
	Ativos de responsabilidade de emissor que não seja Inst.Fin. (CCB, CCI, CPR fin., CDCA, WA, etc.) <sup>11</sup>	10	10	100	10
<b>Valores Mobiliários</b>	<b>Renda Fixa</b>	20	10	100 <sup>12</sup>	10
	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Debêntures, outros VM RF registrados (CRA, CRI, NCA)</li> <li>▪ Cotas FI (CP, REF, RF) e FACFI</li> <li>▪ Cotas FDIC (senior), FICFDIC, FII</li> <li>▪ Ativos do MERCOSUL</li> </ul>				
	<b>Renda Variável</b>				
	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Cotas de Fundo de Índice (PIBB)</li> <li>▪ Cotas FI Ações, Multimercado ou Cambial</li> <li>▪ Ações, Bônus, Cert. Dep Ações, Deb. Conversível, ADR</li> <li>▪ Ativos do MERCOSUL</li> </ul>				
<b>Outros Ativos</b>	Ouro ativo financeiro (BM&F)	100 <sup>13</sup>		100 <sup>13</sup>	
	Dívida externa pública	0		0	
	Títulos de Crédito Privados emitidos no exterior	0		0	
<b>Derivativos</b>	Contratos futuros, opções, swaps e outros com garantia	100 <sup>13</sup>	100	100 <sup>13</sup>	
	Swaps e outros sem garantia	limite aplicável à contraparte	limite aplicável à contraparte	100	
	Derivativos MERCOSUL	só para hedge		só para hedge	

<sup>9</sup> Nesse limite, estão incluídas as operações compromissadas envolvendo modalidades de ativos abrangidas pelo inciso II do art. 87.

<sup>10</sup> Sempre que o regulamento do fundo permitir a realização de aplicações em percentual superior a 30% do patrimônio líquido, até o limite 50% (trinta por cento) de seu patrimônio: a) deverá constar da denominação do fundo a expressão “Crédito Privado”; b) o regulamento, o prospecto e o material de venda do fundo, bem como os extratos enviados aos clientes, deverão conter alerta; c) será exigida a assinatura de termo de ciência.

<sup>11</sup> As aplicações em títulos ou certificados representativos de contratos mercantis de compra e venda de produtos, mercadorias ou serviços para entrega ou prestação futura, tais como a CPR-F e o CDCA, são condicionadas à existência de coobrigação por instituição financeira ou de seguro de responsabilidade de sociedade seguradora, devendo, portanto ser incluídos na categoria de títulos de coobrigação de instituição financeira (art. 85, § 3º, da Instrução 409, na redação em vigor, e § 2º, na nova redação).

<sup>12</sup> Exceção: cotas de FIDC, FIC-FIDC e FII, limitadas a 10% do PL.

<sup>13</sup> Exceção: nos fundos “Renda Fixa”, 80% do patrimônio devem estar atrelados a índice de taxa de juros ou de preço.

### 3.1.2. Destinado a Investidores Qualificados

No segmento de mercado destinado a investidores qualificados, a classe RF corresponde à grande maioria dos fundos investimentos em operação. A participação em termos do percentual do patrimônio líquido atingia 61% em 31 de outubro de 2005, de acordo com o quadro 2, mais do que o dobro da participação da segunda classe na preferência dos investidores qualificados, que era a classe Multimercado (25%). Assim como no caso dos fundos de varejo, a classe RF tem especial destaque no mercado de fundos.

Conforme mostra a Tabela 3.4, a principal alteração proposta para classe RF para investidores qualificados também está na significativa redução da admissibilidade de títulos de renda fixa que não sejam títulos públicos federais.

Para investidores qualificados, o conjunto dos títulos de emissão ou coobrigação de instituições financeiras; dos valores mobiliários cuja emissão depende de registro obrigatório nesta Comissão; e dos demais títulos, ou seja, ativos de renda fixa que não são de responsabilidade de instituições financeiras nem estão sujeitos a registro prévio na CVM, estará sujeito a um limite global de 60% do patrimônio líquido do fundo (novamente menciona-se que não há limite para concentração em uma única modalidade de ativo na atual Instrução nº 409).

O limite total proposto para os fundos destinados ao público em geral, 30%, será mantido como gatilho baseado na soma dos percentuais de ativos de crédito privado, mesmo nos fundos destinados a investidores qualificados, gerando um aumento das exigências, principalmente as de origem informacional.

As cotas de outros fundos de investimentos regulados pela Instrução nº 409 também terão o seu limite reduzido, no caso de 100% para 40%, percentual também sujeito ao limite global de 60% para o conjunto de ativos.

Pode-se antecipar que as mudanças propostas para os limites por modalidade de ativos, principalmente no tocante aos títulos privados, não gerarão maiores impactos nas carteiras desses fundos, uma vez que a ampla maioria das aplicações é em títulos públicos (76%). Os títulos privados de renda fixa de maior percentual, CDBs e debêntures simples, representam 8% e 3% do patrimônio, respectivamente.

Faz-se necessário ponderar se, ante as expectativas de sucesso dos esforços que têm sido realizados visando à redução da dívida pública e de um maior crescimento da economia, os limites propostos não seriam demasiadamente restritivos para a categoria dos investidores considerados qualificados. Por outro lado, em elevado contraste com os limites por emissor para o caso dos fundos de varejo (limites já existentes na Instrução nº 409<sup>14</sup>, que também se aplicavam aos fundos unicamente para qualificados), a proposta amplia a possibilidade de aplicações em papéis de um mesmo emissor para os fundos cujos aplicadores sejam qualificados. Por exemplo, títulos e

---

<sup>14</sup> Art. 88 da Instrução CVM nº 409: “Com exceção dos fundos de ações, como definidos no art. 95, o total de títulos, ativos financeiros e modalidades operacionais de emissão ou com co-obrigação de uma mesma pessoa jurídica, de seu controlador, de sociedades por ele direta ou indiretamente controladas e de coligadas ou outras sociedades sob controle comum, bem como de um mesmo estado, município, ou pessoa física não pode exceder 10% (dez por cento) do patrimônio líquido do fundo. § 1º O total de emissão ou co-obrigação de uma mesma instituição financeira, de seu controlador, de sociedades por qualquer deles direta ou indiretamente controladas e de suas coligadas ou sociedades sob controle comum pode exceder o percentual referido no “caput”, observado o máximo de 20% (vinte por cento) do patrimônio líquido do fundo.”

valores mobiliários de renda fixa que não públicos poderiam ser admitidos em carteira numa concentração de até 40% do patrimônio líquido por emissor.

A minuta inova também com a proposição de eliminação do limite de concentração em um único emissor e por modalidade de ativos para fundos cujo valor de aplicação inicial mínimo fosse de um milhão de reais, permitindo ampla liberdade para o administrador na composição da carteira, sujeita apenas às regras que caracterizam as diversas classes de fundo quanto aos seus objetivos.

**TABELA 3.3 Fundos da Classe Renda Fixa destinados a investidores qualificados. Percentual das aplicações por modalidade de ativo financeiro em 31 de outubro de 2005.**

Aplicação	Valor	Percentual do PL
Patrimônio Líquido	R\$ 231.114.528.970,70	---
Títulos públicos	R\$ 176.605.601.194,00	76%
Operações Compromissadas	R\$ 23.113.384.882,75	10%
Depósitos a prazo	R\$ 17.395.484.188,22	8%
Debêntures simples	R\$ 7.110.084.257,85	3%
Mercado Futuro - Posições vendidas	R\$ 2.952.588.517,03	1%
Ações	R\$ 1.641.223.794,82	1%
Cotas de fundos de investimento - Instrução Nº 409	R\$ 1.433.276.856,66	1%
Mercado Futuro - Posições compradas	R\$ 909.407.183,07	NS
Outras aplicações	R\$ 778.821.797,72	NS
Debêntures conversíveis	R\$ 700.200.081,34	NS
DIFERENCIAL DE SWAP A RECEBER	R\$ 427.132.563,13	NS
Cotas de fundos de renda variável	R\$ 425.521.202,83	NS
Cotas de fundos de renda fixa	R\$ 393.539.525,85	NS
Mercado a Termo - Posições vendidas	R\$ 207.453.844,76	NS
Opções - Posições titulares	R\$ 204.122.100,66	NS
DIFERENCIAL DE SWAP A PAGAR	R\$ 136.078.891,08	NS
Valores a receber	R\$ 126.023.828,40	NS
Outros valores mobiliários registrados na CVM	R\$ 106.956.956,53	NS
Valores a pagar	R\$ 101.880.795,61	NS
Tít. E créd. securitizados pelo governo federal	R\$ 39.708.394,54	NS
Opções - Posições lançadas	R\$ 32.147.315,33	NS
Mercado a Termo - Posições compradas	R\$ 25.076.461,46	NS
Disponibilidades	R\$ 3.002.519,83	NS
Obrigações por ações recebidas em empréstimo	R\$ 2.454.650,00	NS

**TABELA 3.4 Fundos da Classe Renda Fixa destinados a investidores qualificados. Limites percentuais do patrimônio líquido por modalidade de ativo financeiro, incluindo os limites por emissor aplicáveis.**

APLICAÇÃO		Limite por Ativo	Limite por Emissor	Limite por Ativo - Inst. 409	Limite por Emissor – Inst. 409
<b>Títulos Públicos – Renda Fixa</b>	Títulos públicos federais (TN, BCB, Cred. Sec. TN, Tit. Mun. e Estadual refinanciado TN), inclusive operações compromissadas	100	100	100	100
<b>Títulos Privados – Renda Fixa</b> <sup>15</sup>	Títulos de emissão ou coobrigação de Instituições Financeiras (CDB, RDB, LCA, CPR fin. com aval, etc.)	40	40	100	20
	Ativos de responsabilidade de emissor que não seja Inst.Fin. (CCB, CCI, CPR fin., CDCA, WA, etc.) <sup>17</sup>	20	20	100	10
<b>Valores Mobiliários</b>	<b>Renda Fixa</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Debêntures, outros VM RF registrados (CRA, CRI, NCA)</li> <li>▪ Cotas FI (CP, REF, RF) e FACFI</li> <li>▪ Cotas FDIC (senior), FICFDIC, FII</li> <li>▪ Ativos do MERCOSUL</li> </ul>	40	20	100 <sup>8</sup>	10
	<b>Renda Variável</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Cotas de Fundo de Índice (PIBB)</li> <li>▪ Cotas FI Ações, Multimercado ou Cambial</li> <li>▪ Ações, Bônus, Cert. Dep Ações, Deb. Conversível, ADR</li> <li>▪ Ativos do MERCOSUL</li> </ul>				
<b>Outros Ativos</b>	Ouro ativo financeiro (BM&F)	100 <sup>18</sup>		100 <sup>18</sup>	
	Dívida externa pública	0		0	
	Títulos de Crédito Privados emitidos no exterior	0		0	
<b>Derivativos</b>	Contratos futuros, opções, swaps e outros com garantia	100 <sup>18</sup>	100	100 <sup>18</sup>	
	Swaps e outros sem garantia	limite aplicável à contraparte	limite aplicável à contraparte	100	
	Derivativos MERCOSUL	só para hedge		só para hedge	

<sup>15</sup> Nesse limite, estão incluídas as operações compromissadas envolvendo modalidades de ativos abrangidas pelo inciso II do art. 87.

<sup>16</sup> Sempre que o regulamento do fundo permitir a realização de aplicações em percentual superior a 30% do patrimônio líquido, até o limite 60% (sessenta por cento) de seu patrimônio: a) deverá constar da denominação do fundo a expressão “Crédito Privado”; b) o regulamento, o prospecto e o material de venda do fundo, bem como os extratos enviados aos clientes, deverão conter alerta; c) será exigida a assinatura de termo de ciência.

<sup>17</sup> As aplicações em títulos ou certificados representativos de contratos mercantis de compra e venda de produtos, mercadorias ou serviços para entrega ou prestação futura, tais como a CPR-F e o CDCA, são condicionadas à existência de coobrigação por instituição financeira ou de seguro de responsabilidade de sociedade seguradora, devendo, portanto ser incluídos na categoria de títulos de coobrigação de instituição financeira (art. 85, § 3º, da Instrução 409, na redação em vigor, e § 2º, na nova redação).

## **3.2. Fundo Referenciado**

### **3.2.1. Destinado a Investidores de Varejo**

Em outubro de 2005, a classe Referenciado concentrava a segunda maior parte do patrimônio dos fundos com 2.000 ou mais cotistas (41,4%). Do mesmo modo que os fundos da classe RF, os fundos Referenciados merecem especial atenção do Regulador, dada a também elevada preferência do pequeno investidor por essa classe (se a taxa SELIC estivesse em trajetória ascendente, o patrimônio dos fundos referenciados provavelmente superaria o dos fundos RF).

Os fundos Referenciados são em sua ampla maioria balizados pela taxa dos Certificados de Depósitos Interfinanceiros (CDI)<sup>19</sup> e são comercializados através de argumentos que incluem a segurança (baixo risco), a liquidez (alta) e o objetivo acompanhar a evolução das taxas de juros. A percepção do público é que as carteiras são compostas de títulos pós-fixados, embora isso não seja necessariamente verdade, pois as carteiras podem conter frações significativas de títulos prefixados ou até cambiais, em conjunto com operações de Contratos a Termo de Troca de Rentabilidade (“Swaps” DI x Pré ou DI x Dólar), operações compromissadas, ou ainda travas montadas com contratos futuros de DI.

A proposta aqui colocada em audiência pública altera significativamente o artigo 94 da Instrução atual ao remover a alínea “b” do inciso I, tornando imperativo que a participação dos títulos públicos federais no PL seja de, no mínimo 70%. Na regra atual, a alínea “b” permite a aplicação de até 100% do PL em títulos privados classificados como baixo risco de crédito. Com a restrição a ser introduzida, os títulos privados passariam a ser admitidos preferencialmente na classe Renda Fixa discutida anteriormente, com as salvaguardas introduzidas visando à proteção dos interesses dos investidores.

---

<sup>18</sup> Exceção: nos fundos “Renda Fixa”, 80% do patrimônio devem estar atrelados a índice de taxa de juros ou de preço.

<sup>19</sup> Somente uma pequena parcela dos fundos Referenciados tem como referencial o índice IGP-M ou o índice IPCA.

**TABELA 4.1 Fundos da Classe Referenciado com mais de 2.000 cotistas. Percentual das aplicações por modalidade de ativo financeiro em 31 de outubro de 2005.**

<b>Aplicação</b>	<b>Valor</b>	<b>Percentual do PL</b>
<b>Patrimônio Líquido</b>	R\$ 108.380.156.158,57	---
Títulos públicos	R\$ 65.828.520.363,56	61%
Depósitos a prazo	R\$ 22.821.530.691,29	21%
Operações Compromissadas	R\$ 12.940.305.042,75	12%
Mercado Futuro - Posições vendidas	R\$ 6.924.509.473,17	6%
Debêntures simples	R\$ 3.963.230.616,45	4%
DIFERENCIAL DE SWAP A RECEBER	R\$ 1.178.924.264,44	1%
Cotas de fundos de investimento - Instrução Nº 409	R\$ 979.132.017,00	1%
Valores a pagar	R\$ 765.118.812,91	1%
Valores a receber	R\$ 528.231.569,51	NS
DIFERENCIAL DE SWAP A PAGAR	R\$ 473.760.542,01	NS
Outras aplicações	R\$ 109.783.413,04	NS
Debêntures conversíveis	R\$ 1.288.304,50	NS
Mercado Futuro - Posições compradas	R\$ 1.036.191,51	NS
Disponibilidades	R\$ 389.868,26	NS

### **3.2.2. Destinado a Investidores Qualificados**

A classe de fundos Referenciados representa uma parcela pouco significativa do universo dos fundos para investidores qualificados. Somente 3,8% do patrimônio total dos fundos destinados a estes investidores era oriunda de fundos desta classe (em 31 de outubro de 2005).

As considerações tecidas na seção sobre a classe RF acerca do limite por modalidade de ativos, especialmente para ativos de renda fixa que representam obrigações de crédito de emissor privado, limite este que foi ampliado no caso dos fundos RF destinados a investidores qualificados, não se aplicam no caso dos fundos Referenciados com a nova redação sugerida para o artigo 94.

A limitação imposta pela exigência de aplicação mínima de 70% em títulos públicos federais irá impedir a montagem de carteiras com foco no risco de crédito privado. Tal restrição não afetará a ampla maioria dos fundos destinados a investidores qualificados da classe Referenciados em operação, pois de acordo com os dados da Comissão, as aplicações em títulos públicos correspondiam a 82% do PL desses fundos em 31 de outubro de 2005. O percentual aplicado em CDBs era da ordem de 5% e as aplicações em debêntures simples correspondiam a somente 3% do patrimônio.

Desta forma, não haverá distinção entre os fundos da classe Referenciados destinados ao público em geral e aos que forem destinados a investidores qualificados, no que se refere às normas relativas à composição de carteira, prevalecendo, porém, as distinções hoje existentes, decorrentes das disposições do artigo 109 e seguintes da Instrução nº 409.

**TABELA 4.2 Fundos da Classe Referenciado destinados a investidores qualificados. Percentual das aplicações por modalidade de ativo financeiro em 31 de outubro de 2005.**

<b>Aplicação</b>	<b>Valor</b>	<b>Percentual do PL</b>
Patrimônio Líquido	R\$ 14.315.006.796,68	---
Títulos públicos	R\$ 11.700.541.813,26	82%
Operações Compromissadas	R\$ 1.265.514.903,84	9%
Depósitos a prazo	R\$ 645.442.122,32	5%
Mercado Futuro - Posições vendidas	R\$ 617.585.761,18	4%
Debêntures simples	R\$ 369.028.106,33	3%
Diferencial de Swap a Receber	R\$ 175.284.701,27	1%
Cotas de fundos de investimento – Inst. nº 409	R\$ 50.922.693,52	NS
Ações	R\$ 25.710.882,15	NS
Mercado a Termo - Posições compradas	R\$ 18.706.326,02	NS
Outros valores mobiliários registrados na CVM	R\$ 14.423.660,12	NS
Outras aplicações	R\$ 14.142.282,04	NS
Valores a pagar	R\$ 7.399.794,23	NS
Mercado Futuro - Posições compradas	R\$ 5.123.756,50	NS
DIFERENCIAL DE SWAP A PAGAR	R\$ 3.560.672,79	NS
Valores a receber	R\$ 1.933.774,79	NS
Debêntures conversíveis	R\$ 1.868.308,48	NS
Disponibilidades	R\$ 833.524,56	NS
Cotas de fundos de renda fixa	R\$ 675.210,93	NS
Certificado ou recibo de depósito de VM	R\$ 341.640,00	NS

**TABELA 4.3 Fundos da Classe Referenciado. Limites percentuais por modalidade de ativo financeiro, incluindo os limites por emissor aplicáveis.**

APLICAÇÃO		Limite por Ativo	Limite por Emissor	Limite por Ativo - Inst. 409	Limite por Emissor – Inst. 409
<b>Títulos Públicos – Renda Fixa</b>	Títulos públicos federais (TN, BCB, Cred. Sec. TN, Tit. Mun. e Estadual refinanciado TN), inclusive operações compromissadas	100	100	100	100
<b>Títulos Privados – Renda Fixa</b> <sup>20,21</sup>	Títulos de emissão ou coobrigação de Instituições Financeiras (CDB, RDB, LCA, CPR fin. com aval, etc.)	20	20	100	20
	Ativos de responsabilidade de emissor que não seja Inst.Fin. (CCB, CCI, CPR fin., CDCA, WA, etc.) <sup>22</sup>	10	10	100	10
<b>Valores Mobs.</b> <sup>23,24</sup>	<b>Renda Fixa</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Debêntures, outros VM RF registrados (CRA, CRI, NCA)</li> <li>▪ Cotas FI (CP, REF, RF) e FACFI</li> <li>▪ Cotas FDIC (senior), FICFDIC, FII</li> <li>▪ Ativos do MERCOSUL</li> </ul>	20	10	100 <sup>19</sup>	10
	<b>Renda Variável</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Cotas de Fundo de Índice (PIBB)</li> <li>▪ Cotas FI Ações, Multimercado ou Cambial</li> <li>▪ Ações, Bônus, Cert. Dep Ações, Deb. Conversível, ADR</li> <li>▪ Ativos do MERCOSUL</li> </ul>				
<b>Outros Ativos</b>	Ouro ativo financeiro (BM&F)	100 <sup>16</sup>		100 <sup>16</sup>	
	Dívida externa pública	0		0	
	Títulos de Crédito Privados emitidos no exterior	0		0	
<b>Derivativos</b>	Contratos futuros, opções, swaps e outros com garantia	100 <sup>16</sup>	100	100 <sup>16</sup>	
	Swaps e outros sem garantia	limite aplicável à contraparte	limite aplicável à contraparte	100	
	Derivativos MERCOSUL	só para hedge		só para hedge	

<sup>20</sup> Nos fundos “Referenciados”, 95% do patrimônio devem estar atrelados ao índice de referência.

<sup>21</sup> Nesse limite, estão incluídas as operações compromissadas envolvendo modalidades de ativos abrangidas pelo inciso II do art. 87.

<sup>22</sup> As aplicações em títulos ou certificados representativos de contratos mercantis de compra e venda de produtos, mercadorias ou serviços para entrega ou prestação futura, tais como a CPR-F e o CDCA, são condicionadas à existência de coobrigação por instituição financeira ou de seguro de responsabilidade de sociedade seguradora, devendo, portanto ser incluídos na categoria de títulos de coobrigação de instituição financeira (art. 85, § 3º, da Instrução 409, na redação em vigor, e § 2º, na nova redação).

<sup>23</sup> Exceção: cotas de FIDC, FIC-FIDC e FII, limitadas a 10% do PL.

<sup>24</sup> Nos fundos “Referenciados” em índice de ações não haverá limites para ações, bônus de subscrição, certificados de depósito, debêntures exclusivamente conversíveis em ações e cotas de fundos de índice, se admitidos à negociação no mercado à vista de bolsa de valores ou entidade do mercado de balcão organizado (MBO).



### **3.3. Fundo de Ações**

#### **3.3.1. Destinado a Investidores de Varejo**

Os fundos de ações ainda representam no Brasil uma fatia pouco expressiva do mercado dos fundos de investimento com mais de 2.000 cotistas. O percentual de 3,1% em outubro de 2005 é diminuto se comparado com os 93,6% das classes onde predominam os títulos públicos (RF, Referenciado e Curto Prazo). A regra constante do parágrafo 2º do artigo 97 que define a classe é, de fato, de origem tributária, para garantir o tratamento fiscal privilegiado garantido por lei a essa classe. Assim, qualquer ativo que não ações admitidas à negociação no mercado à vista fica restrito a 33% do patrimônio.

Se observarmos os dados de 31 de outubro de 2005, relativos aos fundos da classe Ações com mais de 2.000 cotistas, podemos estimar que a mudança da regra não gerará uma pressão de venda de ativos para os fundos da classe ações com grande número de cotistas, uma vez que 84% do patrimônio destes fundos estava de fato aplicado em ações e as aplicações em títulos de crédito privado são essencialmente nulas.

Foi considerada a ampliação do leque de ativos constante do atual § 2º do artigo 95, incluindo outros ativos de renda variável relevantes para tal classe como bônus de subscrição, certificados de depósito, debêntures conversíveis, cotas de fundos de índice regulados pela Instrução CVM nº 359/2002 (como o PIBB Fundo de Índice Brasil - 50 - Brasil Tracker) e ADRs. Tal modificação retornaria a definição desta classe para o conceito mais amplo que já existia na Instrução nº 302/99 para os fundos então chamados de Fundos de Investimento em Títulos e Valores Mobiliários, e na Instrução nº 215/94 para os Fundos Mútuos de Investimento em Ações e Fundos Mútuos de Investimento em Ações – Carteira Livre.

Entretanto, de forma a evitar que os ganhos sejam tributados com a incidência de alíquotas maiores do que aquelas vigentes para fundos que detenham mais de 67% de sua carteira exclusivamente em ações e outros ativos a elas equiparados, na forma do § 4º do artigo 7º da Instrução Normativa SRF nº 487, de 30 de dezembro de 2004, será permitida a aplicação dessa classe de fundos somente em: a) ações; b) recibos de subscrição de ações; c) certificados de depósito de ações; d) Brazilian Depositary Receipts (BDR); e) cotas dos fundos de ações e f) as quotas dos fundos de índice de ações negociadas em bolsa de valores ou mercado de balcão organizado.

Sem prejuízo do limite por emissor previsto no artigo 86, os limites do artigo 87 para os ativos de risco privado também se aplicarão à classe Ações, para a parcela do PL desses fundos que não estejam aplicadas nos ativos de renda variável previstas no inciso I do § 1º do artigo. 93-A. Assim como nas demais classes, os ativos de renda fixa que não são de responsabilidade de instituições financeiras, nem estão obrigados a registro na CVM (inclusive operações compromissadas destes), ficarão limitados a 10% do PL. Igualmente, os títulos de responsabilidade de instituições financeiras e os valores mobiliários sujeitos a registro na CVM ficam limitados a 20% do PL.

De fato, a restrição de aplicação mínima de 67% do PL em ações já criava um limite praticamente idêntico. Porém, era possível, por exemplo, a aplicação de 33% em uma única modalidade de títulos privados. Desse modo, as mudanças na Instrução nº 409 visam impedir de tal concentração.

**TABELA 5.1. Fundos da Classe Ações com mais de 2.000 cotistas. Percentual das aplicações por modalidade de ativo financeiro em 31 de outubro de 2005.**

<b>Aplicação</b>	<b>Valor</b>	<b>Percentual do PL</b>
<b>Patrimônio Líquido</b>	R\$ 8.238.655.649,25	---
Ações	R\$ 6.890.834.924,89	84%
Cotas de fundos de renda variável	R\$ 482.536.592,40	6%
Cotas de fundos de investimento - Instrução N° 409	R\$ 264.111.874,06	3%
Valores a pagar	R\$ 241.077.478,24	3%
Cotas de fundos de renda fixa	R\$ 240.687.207,35	3%
Valores a receber	R\$ 135.307.760,07	2%
Títulos públicos	R\$ 118.599.346,02	1%
Operações Compromissadas	R\$ 82.820.099,77	1%
Certificado ou recibo de depósito de valores mobiliários	R\$ 77.305.543,20	1%
Ações cedidas em empréstimo	R\$ 50.825.367,65	1%
Mercado a Termo - Posições compradas	R\$ 27.028.379,97	NS
Outras aplicações	R\$ 9.474.964,49	NS
Outros valores mobiliários registrados na CVM	R\$ 5.973.206,45	NS
Mercado Futuro - Posições compradas	R\$ 5.940.907,53	NS
Opções - Posições lançadas	R\$ 4.441.209,57	NS
Opções - Posições titulares	R\$ 4.130.586,46	NS
Obrigações por ações recebidas em empréstimo	R\$ 3.782.602,00	NS
Mercado Futuro - Posições vendidas	R\$ 1.461.014,68	NS
Disponibilidades	R\$ 1.147.503,75	NS
DIFERENCIAL DE SWAP A RECEBER	R\$ 684.270,86	NS
DIFERENCIAL DE SWAP A PAGAR	R\$ 643.235,26	NS
Debêntures simples	R\$ 23.057,92	NS
Mercado a Termo - Posições vendidas	(R\$ 1.092.639,00)	NS

### **3.3.2. Destinado a Investidores Qualificados**

Considerando a obrigação de os fundos classificados como Ações deterem 67% de seu patrimônio líquido em ações (que já consta do artigo 95, § 2º, da Instrução nº 409), não se vislumbra razão para permitir, mesmo nos fundos dessa classe destinados a investidores qualificados, a ampliação dos limites por modalidades de ativos para previstos no artigo 87 da minuta.

Desta forma, não haverá distinção entre os fundos dessa classe destinados ao público em geral e aos que forem destinados a investidores qualificados, no que se refere às normas relativas à composição de carteira, prevalecendo, porém, as distinções hoje existentes, decorrentes das disposições do artigo 109 e seguintes da Instrução nº 409.

**TABELA 5.2. Fundos da Classe Ações destinados a investidores qualificados. Percentual das aplicações por modalidade de ativo financeiro em 31 de outubro de 2005.**

<b>Aplicação</b>	<b>Valor</b>	<b>Percentual do PL</b>
Patrimônio Líquido	R\$ 34.853.034.538,39	---
Ações	R\$ 33.098.492.792,23	95%
Valores a pagar	R\$ 1.106.467.498,02	3%
Cotas de fundos de investimento - Instrução N° 409	R\$ 658.643.740,07	2%
Obrigações por ações recebidas em empréstimo	R\$ 645.156.748,72	2%
Títulos públicos	R\$ 529.407.596,37	2%
Operações Compromissadas	R\$ 508.307.091,58	1%
Valores a receber	R\$ 430.574.475,13	1%
Ações cedidas em empréstimo	R\$ 354.716.789,58	1%
Mercado a Termo - Posições compradas	R\$ 219.304.359,24	1%
Certificado ou recibo de depósito de valores mobiliários	R\$ 161.651.517,75	NS
Debêntures conversíveis	R\$ 147.566.913,79	NS
Outros valores mobiliários registrados na CVM	R\$ 104.555.258,56	NS
Debêntures simples	R\$ 98.765.205,87	NS
Outras aplicações	R\$ 95.254.141,58	NS
Disponibilidades	R\$ 92.582.203,20	NS
Depósitos a prazo	R\$ 26.968.619,37	NS
Opções - Posições lançadas	R\$ 25.138.817,74	NS
DIFERENCIAL DE SWAP A RECEBER	R\$ 24.328.880,61	NS
DIFERENCIAL DE SWAP A PAGAR	R\$ 20.871.213,56	NS
Opções - Posições titulares	R\$ 16.907.349,05	NS
Cotas de fundos de renda variável	R\$ 4.344.218,70	NS
DISPONÍVEL DE OURO	R\$ 2.709.425,86	NS
Mercado Futuro - Posições compradas	R\$ 1.785.239,64	NS
Mercado a Termo - Posições vendidas	(R\$ 702.799,26)	NS
Mercado Futuro - Posições vendidas	(R\$ 1.011.762,38)	NS

**TABELA 5.3. Fundos da Classe Ações. Limites percentuais do patrimônio líquido por modalidade de ativo financeiro, incluindo os limites por emissor aplicáveis.**

APLICAÇÃO		Limite por Ativo	Limite por Emissor	Limite por Ativo - Inst. 409	Limite por Emissor – Inst. 409
<b>Títulos Públicos – Renda Fixa</b>	Títulos públicos federais (TN, BCB, Cred. Sec. TN, Tit. Mun. e Estadual refinanciado TN), inclusive operações compromissadas	33	100	33	100
<b>Títulos Privados – Renda Fixa</b> <sup>25</sup>	Títulos de emissão ou coobrigação de Instituições Financeiras (CDB, RDB, LCA, CPR fin. com aval, etc.)	20	10	33	20
	Ativos de responsabilidade de emissor que não seja Inst.Fin. (CCB, CCI, CPR fin., CDCA, WA, etc.) <sup>26</sup>	10		33	10
<b>Valores Mobiliários</b>	<b>Renda Fixa</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Debêntures, outros VM RF registrados (CRA, CRI, NCA)</li> <li>▪ Cotas FI (CP, REF, RF) e FACFI</li> <li>▪ Cotas FDIC (senior), FICFDIC, FII</li> <li>▪ Ativos do MERCOSUL</li> </ul>	20	10	100 <sup>27</sup>	10
	<b>Renda Variável</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Cotas FI Ações, Multimercado ou Cambial</li> <li>▪ Ativos do MERCOSUL</li> </ul>				
	Ações, Bônus, Cert. Dep Ações, Deb. Conversível, ADR, Cotas de Fundo de Índice (PIBB)				
<b>Outros Ativos</b>	Ouro ativo financeiro (BM&F)	33		33	
	Dívida externa pública	0		0	
	Títulos de Crédito Privados emitidos no exterior	0		0	
<b>Derivativos</b>	Contratos futuros, opções, swaps e outros com garantia	100	100	100	
	Swaps e outros sem garantia	limite aplicável à contraparte	limite aplicável à contraparte	100	
	Derivativos MERCOSUL	só para hedge		só para hedge	

<sup>25</sup> Nesse limite, estão incluídas as operações compromissadas envolvendo modalidades de ativos abrangidas pelo inciso II do art. 87.

<sup>26</sup> As aplicações em títulos ou certificados representativos de contratos mercantis de compra e venda de produtos, mercadorias ou serviços para entrega ou prestação futura, tais como a CPR-F e o CDCA, são condicionadas à existência de coobrigação por instituição financeira ou de seguro de responsabilidade de sociedade seguradora, devendo, portanto ser incluídos na categoria de títulos de coobrigação de instituição financeira (art. 85, § 3º, da Instrução 409, na redação em vigor, e § 2º, na nova redação).

<sup>27</sup> Exceção: cotas de FIDC, FIC-FIDC e FII, limitadas a 10% do PL.

### **3.4. Fundo Multimercado**

#### **3.4.1. Destinado a investidores de varejo**

Conforme previsto no artigo 97 da Instrução nº 409, os fundos classificados como Multimercado devem possuir políticas de investimento que envolvam vários fatores de risco, sem o compromisso de concentração em nenhum fator em especial ou em fatores diferentes das demais classes. Trata-se, portanto, de uma classe de fundo à qual foi conferida maior liberdade para fins de composição de carteira, com maior flexibilidade para acompanhar diferentes tendências do mercado em momentos distintos.

A classe Multimercado não tem tido uma grande penetração no segmento dos fundos com mais de 2.000 cotistas, representando somente 3,1% do patrimônio em outubro de 2005. Os fundos Multimercado têm sido comercializados como um “mix” de renda fixa e ações, portanto com risco variando entre médio a alto, um horizonte de investimento mais longo, e objetivo de crescimento do capital. São também encontrados na rede de varejo fundos que incluem câmbio e derivativos. Em geral, os fundos de rede têm liquidez diária, inclusive com aplicação e resgate em no mesmo dia do pedido (D+0), e normalmente há a incidência de taxas de performance.

As alterações propostas têm impacto principalmente no percentual de títulos privados de renda fixa que podem ser admitidos em cada modalidade, visando impedir, assim como nas classes RF e Referenciado, uma ampla concentração em papéis que representem obrigações de responsabilidade de emissor privado. Assim não será possível a criação de uma carteira de fundo Multimercado concentrada em títulos privados, sem a adoção das devidas salvaguardas.

Conforme mostram os dados de 31 de outubro de 2005 (tabela 5.2), pode-se estimar que as alterações propostas não gerarão maiores impactos nas carteiras dos fundos com mais de 2.000 cotistas, uma vez que cerca de 60% do patrimônio estava aplicado em títulos públicos, 20% em ações, 10% em operações compromissadas (em geral lastreadas em títulos públicos), e os montantes investidos em CDBs, CPRs e outros títulos de renda fixa privados por estes fundos eram ínfimos.

Algumas das alterações propostas ampliam o leque das aplicações de um fundo Multimercado, e são apropriadas para os objetivos de investimento desta classe, como, por exemplo, as cotas de fundos de índice (sendo o PIBB o único em operação no momento). Por outro lado, a possibilidade de aquisição de cotas de outros fundos regulados pela Instrução nº 409 foi reduzida de 100% para 20% na minuta, limite idêntico ao proposto para as outras classes. Assim como foi comentado nas outras classes, não é permitida a aquisição de cotas de Fundos de Investimento em Participações, Fundos Mútuos de Investimento em Empresas Emergentes e outros fundos regulados por instrução própria por considerar-se que a realização de tais aplicações não está alinhada com os objetivos do investidor de varejo neste tipo de classe.

**TABELA 6.1 Fundos da Classe Multimercado com mais de 2.000 cotistas. Percentual das aplicações por modalidade de ativo financeiro em 31 de outubro de 2005.**

<b>Aplicação</b>	<b>Valor</b>	<b>Percentual do PL</b>
Patrimônio Líquido	R\$ 8.091.633.306,51	
Títulos públicos	R\$ 4.807.181.620,60	59%
Ações	R\$ 1.727.011.198,85	21%
Cotas de fundos de investimento - Instrução N° 409	R\$ 696.633.229,18	9%
Operações Compromissadas	R\$ 650.023.606,38	8%
Obrigações por ações recebidas em empréstimo	R\$ 586.533.698,60	7%
Valores a pagar	R\$ 262.246.565,18	3%
Debêntures simples	R\$ 212.424.056,76	3%
Ações cedidas em empréstimo	R\$ 211.312.479,40	3%
Opções - Posições lançadas	R\$ 205.969.233,33	3%
Valores a receber	R\$ 195.432.843,47	2%
DIFERENCIAL DE SWAP A RECEBER	R\$ 179.629.057,85	2%
DIFERENCIAL DE SWAP A PAGAR	R\$ 143.275.176,21	2%
DISPONÍVEL DE OURO	R\$ 127.105.197,57	2%
Opções - Posições titulares	R\$ 118.159.797,12	1%
Cotas de fundos de renda variável	R\$ 77.550.586,71	1%
Depósitos a prazo	R\$ 77.301.276,87	1%
Certificado ou recibo de depósito de VM	R\$ 55.071.133,20	1%
CPR	R\$ 52.635.900,00	1%
Outros valores mobiliários registrados na CVM	R\$ 43.692.738,00	1%
Outras aplicações	R\$ 41.750.188,73	1%
Mercado Futuro - Posições vendidas	R\$ 29.583.843,84	NS
Mercado Futuro - Posições compradas	R\$ 16.488.297,42	NS
Mercado a Termo - Posições vendidas	R\$ 14.355.735,57	NS
Mercado a Termo - Posições compradas	R\$ 3.871.113,99	NS
Debêntures conversíveis	R\$ 2.175.400,58	NS
Disponibilidades	R\$ 506.337,59	NS

**TABELA 6.2. Fundos da Classe Multimercado destinados a investidores de varejo. Limites percentuais do patrimônio líquido por modalidade de ativo financeiro, incluindo os limites por emissor aplicáveis.**

APLICAÇÃO		Limite por Ativo	Limite por Emissor	Limite por Ativo – Inst. 409	Limite por Emissor – Inst. 409
<b>Títulos Públicos – Renda Fixa</b>	Títulos públicos federais (TN, BCB, Cred. Sec. TN, Tit. Mun. e Estadual refinanciado TN), inclusive operações compromissadas	100	100	100	100
<b>Títulos Privados – Renda Fixa</b> <sup>28</sup>	Títulos de emissão ou coobrigação de Instituições Financeiras (CDB, RDB, LCA, CPR fin. com aval, etc.)	20	20	100	20
	Ativos de responsabilidade de emissor que não seja Inst.Fin. (CCB, CCI, CPR fin., CDCA, WA, etc.) <sup>30</sup>	10	10	100	10
<b>Valores Mobiliários</b>	<b>Renda Fixa</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Debêntures, outros VM RF registrados (CRA, CRI, NCA)</li> <li>▪ Cotas FI (CP, REF, RF) e FACFI</li> <li>▪ Cotas FDIC (senior), FICFDIC, FII</li> <li>▪ Ativos do MERCOSUL</li> </ul>	20	10	100 <sup>31</sup>	10
	<b>Renda Variável</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Cotas FI Ações, Multimercado ou Cambial</li> <li>▪ Ativos do MERCOSUL</li> </ul>				
	Ações, Bônus, Cert. Dep Ações, Deb. Conversível, ADR, Cotas de Fundo de Índice (PIBB)	100	100	100	10 (20 se IF)
<b>Outros Ativos</b>	Ouro ativo financeiro (BM&F)	100		100	
	Dívida externa pública	0		0	
	Títulos de Crédito Privados emitidos no exterior	0		0	
<b>Derivativos</b>	Contratos futuros, opções, swaps e outros com garantia	100	100	100	
	Swaps e outros sem garantia	limite aplicável à contraparte	limite aplicável à contraparte	100	
	Derivativos MERCOSUL	só para hedge		só para hedge	

<sup>28</sup> Nesse limite, estão incluídas as operações compromissadas envolvendo modalidades de ativos abrangidas pelo inciso II do art. 87.

<sup>29</sup> Sempre que o regulamento do fundo permitir a realização de aplicações em percentual superior a 30% do patrimônio líquido, até o limite 50% (trinta por cento) de seu patrimônio: a) deverá constar da denominação do fundo a expressão “Crédito Privado”; b) o regulamento, o prospecto e o material de venda do fundo, bem como os extratos enviados aos clientes, deverão conter alerta; c) será exigida a assinatura de termo de ciência.

<sup>30</sup> As aplicações em títulos ou certificados representativos de contratos mercantis de compra e venda de produtos, mercadorias ou serviços para entrega ou prestação futura, tais como a CPR-F e o CDCA, são condicionadas à existência de coobrigação por instituição financeira ou de seguro de responsabilidade de sociedade seguradora, devendo, portanto ser incluídos na categoria de títulos de coobrigação de instituição financeira (art. 85, § 3º, da Instrução 409, na redação em vigor, e § 2º, na nova redação).

<sup>31</sup> Exceção: cotas de FIDC, FIC-FIDC e FII, limitadas a 10% do PL



### 3.4.2. Destinados a Investidores Qualificados

Em claro contraste com o segmento de mercado de fundos destinados ao público em geral, a classe Multimercado detém a segunda maior parcela (cerca de um quarto do patrimônio total) dos fundos para qualificados conforme mostra o quadro 2. No entanto, a composição da carteira dos fundos Multimercado, como nas classes anteriormente discutidas, também era majoritariamente composta por títulos públicos (66%), sendo as aplicações em títulos privados mais significativas aquelas em CDBs (11%) e debêntures simples (6%).

Partindo-se do princípio que um fundo da classe Multimercado representa uma mescla de composições de carteira próprias de outras classes, i.e., Renda Fixa, Ações e Cambial, e que está sendo proposto que os limites por tipos de ativos (e por emissor) em títulos privados de renda fixa sejam maiores no caso dos fundos da classe RF somente para investidores qualificados, tal prerrogativa deve constar também na classe Multimercado quando o fundo for destinado a estes investidores.

Assim, as considerações tecidas na seção sobre os fundos RF para qualificados são válidas para os fundos Multimercado também, o que é bastante relevante, dada a ampla penetração da classe no segmento dos investidores qualificados.

A minuta prevê que os limites do artigo 87 serão computados em dobro para os fundos Multimercado destinados a investidores qualificados, aplicando-se, por remissão ao § 3º do artigo 95 (artigo 97, § 1º), as mesmas medidas de divulgação de informações previstas para os fundos da classe RF, na hipótese de o regulamento do fundo prever a possibilidade de aplicação no conjunto de ativos acima referido em percentual superior a 30% do PL do fundo. Além disso, o fundo para investidores qualificados com tíquete de ingresso de um milhão de reais ficará desobrigado de observar o disposto nos artigos 86 e 87.

Propõe-se dispor, de forma expressa, que os fundos Multimercado poderão adotar a composição de carteira de um fundo da classe Ações, adquirindo os títulos de renda variável relacionados no artigo 93-A (ações; recibos de subscrição de ações; certificados de depósito de ações; Brazilian Depositary Receipts (BDR); cotas dos fundos de ações e as cotas dos fundos de índice de ações negociadas em bolsa de valores ou mercado de balcão organizado). Para esses ativos, não serão aplicados os limites por modalidade de ativos, sendo certo que, se o regulamento permitir a concentração em ativos de um mesmo emissor, deve-se observar a mesma regra aplicável aos fundos classificados como Ações (artigo 97, §§ 2º e 4º).

Alteração relevante para os fundos dessa categoria é a possibilidade de realizarem aplicações em ativos financeiros no exterior, no limite de 10% (dez por cento) de seu patrimônio líquido, em mercados organizados, supervisionados por autoridade local competente, com a qual a CVM tenha celebrado acordo de cooperação mútua que permita o intercâmbio de informações sobre operações cursadas em seu país (artigo 87, § 3º).

Essa possibilidade decorre de proposta formulada pela ANBID, e debatida pelo sub-grupo de representantes do Banco Central do Brasil e da CVM, no âmbito do Convênio firmado entre estas entidades, com o objetivo de estudar a conveniência e oportunidade de editar regulamentação específica para tratar das aplicações no exterior objeto do § 2º do artigo 10 da Resolução 3.265, de 4 de março de 2005.

Segundo sustentado pela ANBID, eventos verificados no mercado internacional – como por exemplo, uma alta do preço do petróleo – têm forçado os gestores dos fundos a modificar a composição de suas carteiras, provocando impactos sobre suas posições detidas no mercado doméstico, dada a impossibilidade de diversificar suas posições no mercado externo e de se proteger de eventos que venham a ocorrer em outros mercados. Com maior abertura para alocação de ativos, o gestor poderia manter suas estratégias no mercado nacional e tomar posição no mercado em que percebe que determinado risco irá afetar, de forma indireta, suas posições. Logo, com carteiras mais diversificadas, a volatilidade de ativos transacionados no mercado internacional tenderia a ter seus reflexos potencialmente reduzidos nos mercados de juros, câmbio e bolsa.

O sub-grupo posicionou-se, então, favoravelmente à possibilidade de fundos Multimercado aplicar até 10% (dez por cento) de seu patrimônio líquido em operações com ativos financeiros no exterior, desde que tais fundos sejam destinados a investidores qualificados, que presumivelmente possuem melhores condições de compreender e avaliar os riscos envolvidos em operações dessa natureza, e desde que tais operações se processem em mercados organizados, supervisionados por entidade reguladora com a qual a CVM mantenha memorando de entendimento que possibilite o intercâmbio de informações necessárias à atividade de fiscalização desenvolvida por esta Comissão.

Deve-se ressaltar que a implementação dessa faculdade ficará condicionada à edição de norma de igual teor pelo Conselho Monetário Nacional, com a finalidade de autorizar a realização de remessas para o exterior para esse fim.

**TABELA 6.3 Fundos da Classe Multimercado destinados a investidores qualificados. Percentual das aplicações por modalidade de ativo financeiro em 31 de outubro de 2005.**

<b>Aplicação</b>	<b>Valor</b>	<b>Percentual do PL</b>
Patrimônio Líquido	R\$ 96.567.533.950,62	---
Títulos públicos	R\$ 64.007.349.376,00	66%
Depósitos a prazo	R\$ 10.670.958.120,98	11%
Operações Compromissadas	R\$ 9.165.381.320,34	9%
Debêntures simples	R\$ 5.750.989.521,62	6%
DIFERENCIAL DE SWAP A PAGAR	R\$ 3.890.662.129,38	4%
DIFERENCIAL DE SWAP A RECEBER	R\$ 3.733.127.955,54	4%
Cotas de fundos de investimento - Instrução Nº 409	R\$ 2.983.313.132,92	3%
Opções - Posições titulares	R\$ 1.749.911.435,04	2%
Ações	R\$ 1.509.787.478,25	2%
Mercado Futuro - Posições vendidas	R\$ 1.371.670.874,64	1%
Outras aplicações	R\$ 1.073.059.784,27	1%
Obrigações por ações recebidas em empréstimo	R\$ 917.615.350,86	1%
Mercado Futuro - Posições compradas	R\$ 798.804.249,18	1%
Cotas de fundos de renda variável	R\$ 692.704.275,89	1%
Valores a pagar	R\$ 559.056.047,88	1%
Opções - Posições lançadas	R\$ 493.340.232,86	1%
Valores a receber	R\$ 195.134.724,53	NS
Mercado a Termo - Posições compradas	R\$ 179.872.051,20	NS
Cotas de fundos de renda fixa	R\$ 151.931.473,65	NS
Mercado a Termo - Posições vendidas	R\$ 104.406.799,19	NS
Certificado ou recibo de depósito de valores mobiliários	R\$ 54.844.663,16	NS
Outros valores mobiliários registrados na CVM	R\$ 50.309.534,69	NS
Tít. e créd. securitizados pelo governo federal	R\$ 38.769.878,19	NS
Debêntures conversíveis	R\$ 20.256.375,57	NS
Ações cedidas em empréstimo	R\$ 16.160.537,00	NS
DISPONÍVEL DE OURO	R\$ 12.137.208,65	NS
CPR	R\$ 4.994.845,20	NS
Disponibilidades	R\$ 4.435.570,63	NS

**TABELA 6.4. Fundos da Classe Multimercado destinados a investidores qualificados. Limites percentuais do patrimônio líquido por modalidade de ativo financeiro, incluindo os limites por emissor aplicáveis.**

APLICAÇÃO		Limite por Ativo	Limite por Emissor	Limite por Ativo - Inst. 409	Limite por Emissor – Inst. 409
<b>Títulos Públicos – Renda Fixa</b>	Títulos públicos federais (TN, BCB, Cred. Sec. TN, Tit. Mun. e Estadual refinanciado TN), inclusive operações compromissadas	100	100	100	100
<b>Títulos Privados – Renda Fixa</b> <sup>32</sup>	Títulos de emissão ou coobrigação de Instituições Financeiras (CDB, RDB, LCA, CPR fin. com aval, etc.)	40	40	100	20
	Ativos de responsabilidade de emissor que não seja Inst.Fin. (CCB, CCI, CPR fin., CDCA, WA, etc.) <sup>34</sup>	20			
<b>Valores Mobiliários</b>	<b>Renda Fixa</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Debêntures, outros VM RF registrados (CRA, CRI, NCA)</li> <li>▪ Cotas FI (CP, REF, RF) e FACFI</li> <li>▪ Cotas FDIC (senior), FICFDIC, FII</li> <li>▪ Ativos do MERCOSUL</li> </ul> <b>Renda Variável</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Cotas FI Ações, Multimercado ou Cambial</li> <li>▪ Ativos do MERCOSUL</li> </ul>	40	20	100 <sup>35</sup>	10
	Ações, Bônus, Cert. Dep Ações, Deb. Conversível, ADR, Cotas de Fundo de Índice (PIBB)	100			
<b>Outros Ativos</b>	Ouro ativo financeiro (BM&F)	100		100	
	Ativos financeiros no exterior	10	Limite de 10% p/o conjunto	10	0
<b>Derivativos</b>	Derivativos no exterior (exceto MERCOSUL)	10		10	0
	Contratos futuros, opções, swaps e outros com garantia	100	100	100	
	Swaps e outros sem garantia	limite aplicável à contraparte	limite aplicável à contraparte	100	
	Derivativos MERCOSUL	só para hedge		só para hedge	

<sup>32</sup> Nesse limite, estão incluídas as operações compromissadas envolvendo modalidades de ativos abrangidas pelo inciso II do art. 87.

<sup>33</sup> Sempre que o regulamento do fundo permitir a realização de aplicações em percentual superior a 30% do patrimônio líquido, até o limite 60% (sessenta por cento) de seu patrimônio: a) deverá constar da denominação do fundo a expressão “Crédito Privado”; b) o regulamento, o prospecto e o material de venda do fundo, bem como os extratos enviados aos clientes, deverão conter alerta; c) será exigida a assinatura de termo de ciência.

<sup>34</sup> As aplicações em títulos ou certificados representativos de contratos mercantis de compra e venda de produtos, mercadorias ou serviços para entrega ou prestação futura, tais como a CPR-F e o CDCA, são condicionadas à existência de coobrigação por instituição financeira ou de seguro de responsabilidade de sociedade seguradora, devendo, portanto ser incluídos na categoria de títulos de coobrigação de instituição financeira (art. 85, § 3º, da Instrução 409, na redação em vigor, e § 2º, na nova redação).

<sup>35</sup> Exceção: cotas de FIDC, FIC-FIDC e FII, limitadas a 10% do PL.

### 3.5. Fundo de Curto Prazo

#### 3.5.1. Destinado a investidores de varejo

De acordo com o artigo 93 da Instrução nº 409, o prazo máximo a decorrer dos títulos que compõem a carteira dos fundos CP não poderá ser superior a 375 dias. Demais disso, para atender seus objetivos, os fundos em questão devem possuir em suas carteiras títulos com grande liquidez, o que, inclusive, motivou a exigência de que os fundos CP somente possam adquirir títulos privados se seu emissor estiver classificado na categoria baixo risco de crédito ou equivalente, com certificação por agência de classificação de risco.

Os fundos da classe Curto Prazo (CP) representavam cerca de 8% do mercado de fundos de investimento com mais de 2.000 cotistas em outubro de 2005. Uma possível razão para a pequena fatia da classe CP na escolha dos investidores de varejo pode ser oriunda da maior alíquota (22,5% sobre o ganho para aplicações resgatadas em até 180 dias) com que esses fundos são tributados. Essa classe é normalmente comercializada como a de mais baixo risco, principalmente no tocante a oscilações do valor da cota, e tem como objetivo acompanhar a flutuação diária do CDI. Citamos, por exemplo, a descrição de um fundo CP feita por uma instituição administradora de fundos, divulgada em sua página na internet: *“É um Fundo de Curto Prazo que proporciona rendimentos através de investimentos exclusivamente em títulos públicos federais, preponderantemente por períodos de um dia (overnight). As operações de overnight, renovadas diariamente a preços de mercado e com rendimento vinculado à taxa do Certificado de Depósito Interbancário (CDI), fazem com que a rentabilidade dos fundos acompanhe a mesma tendência do CDI, buscando conferir estabilidade na variação do valor das cotas”*.

Como nas classes anteriormente discutidas, a maior alteração está nos limites em que títulos e valores mobiliários de renda fixa de uma mesma modalidade serão admitidos nas carteiras, reduzindo-se os atuais 100% de possível aplicação em uma única modalidade para 20%. Conforme mostra a tabela 9.2, não é esperado que a nova regra tenha qualquer impacto nas carteiras dos fundos com mais de 2.000 cotistas, já que as operações compromissadas e os títulos públicos federais formam a maioria absoluta das aplicações.

**TABELA 7.1 Fundos da Classe Curto Prazo com mais de 2.000 cotistas. Percentual das aplicações por modalidade de ativo financeiro em 31 de outubro de 2005.**

Aplicação	Valor	Percentual do PL
<b>Patrimônio Líquido</b>	R\$ 19.813.672.279,59	---
Operações Compromissadas	R\$ 12.863.190.525,13	65%
Títulos públicos	R\$ 6.918.774.191,60	35%
Cotas de fundos de investimento - Instrução N° 409	R\$ 45.696.314,28	NS
Valores a pagar	R\$ 18.703.169,61	NS
Disponibilidades	R\$ 184.670,54	NS
Valores a receber	R\$ 172.207,37	NS
Mercado Futuro - Posições vendidas	R\$ 24.212,84	NS

### 3.5.2. Destinados a investidores qualificados

Dessa forma, não se vislumbrou razão para prever, mesmo nos fundos dessa classe destinados a investidores qualificados, a ampliação dos limites por modalidades de ativos para previstos no artigo 87 da minuta. Logo, não haverá distinção entre os fundos dessa classe destinados ao público em geral e aos que forem destinados a investidores qualificados, no que se refere às normas relativas à composição de carteira, prevalecendo, porém, as distinções hoje existentes, decorrentes das disposições do artigo 109 e seguintes da Instrução nº 409.

**TABELA 7.2 Fundos da Classe Curto Prazo destinados a investidores qualificados. Percentual das aplicações por modalidade de ativo financeiro em 31 de outubro de 2005.**

Aplicação	Valor	Percentual do PL
Patrimônio Líquido	R\$ 207.644.559,09	---
Títulos públicos	R\$ 126.720.186,68	61%
Operações Compromissadas	R\$ 80.939.108,08	39%
Valores a pagar	R\$ 27.585,51	NS
Valores a receber	R\$ 8.398,85	NS
Disponibilidades	R\$ 5.190,62	NS
Mercado Futuro - Posições vendidas	R\$ 740,00	NS

**TABELA 7.3 Fundos da Classe Curto Prazo. Limites percentuais do patrimônio líquido por modalidade de ativo financeiro, incluindo os limites por emissor aplicáveis.**

APLICAÇÃO		Limite por Ativo	Limite por Emissor	Limite por Ativo - Inst. 409	Limite por Emissor – Inst. 409
<b>Títulos Públicos – Renda Fixa</b>	Títulos públicos federais (TN, BCB, Cred. Sec. TN, Tit. Mun. e Estadual refinanciado TN), inclusive operações compromissadas	100	100	100	100
<b>Títulos Privados – Renda Fixa</b> <sup>36,37</sup>	Títulos de emissão ou coobrigação de Instituições Financeiras (CDB, RDB, LCA, CPR fin. com aval, etc.)	20	20	100	20
	Ativos de responsabilidade de emissor que não seja Inst.Fin. (CCB, CCI, CPR fin., CDCA, WA, etc.) <sup>38</sup>	10	10	100	10
<b>Valores Mobs.</b>	<b>Renda Fixa</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Debêntures, outros VM RF registrados (CRA, CRI, NCA)</li> <li>▪ Cotas FI (CP, REF, RF) e FACFI</li> <li>▪ Cotas FDIC (senior), FICFDIC, FII</li> <li>▪ Ativos do MERCOSUL</li> </ul>	20	10	100 <sup>39</sup>	10
	<b>Renda Variável</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Cotas de Fundo de Índice (PIBB)</li> <li>▪ Cotas FI Ações, Multimercado ou Cambial</li> <li>▪ Ações, Bônus, Cert. Dep Ações, Deb. Conversível, ADR</li> <li>▪ Ativos do MERCOSUL</li> </ul>				
<b>Outros Ativos</b>	Ouro ativo financeiro (BM&F)	100		100	
	Dívida externa pública	0		0	
	Títulos de Crédito Privados emitidos no exterior	0		0	
<b>Derivativos</b>	Contratos futuros, opções, swaps e outros com garantia	100	100	100	
	Swaps e outros sem garantia	limite aplicável à contraparte	limite aplicável à contraparte	100	
	Derivativos MERCOSUL	só para hedge		só para hedge	

<sup>36</sup> Nos fundos “Curto Prazo”, os emissores deverão ser de baixo risco de crédito.

<sup>37</sup> Nesse limite, estão incluídas as operações compromissadas envolvendo modalidades de abrangidas pelo inciso II do art. 87.

<sup>38</sup> As aplicações em títulos ou certificados representativos de contratos mercantis de compra e venda de produtos, mercadorias ou serviços para entrega ou prestação futura, tais como a CPR-F e o CDCA, são condicionadas à existência de coobrigação por instituição financeira ou de seguro de responsabilidade de sociedade seguradora, devendo, portanto ser incluídos na categoria de títulos de coobrigação de instituição financeira (art. 85, § 3º, da Instrução 409, na redação em vigor, e § 2º, na nova redação).

<sup>39</sup> Exceção: cotas de FIDC, FIC-FIDC e FII, limitadas a 10% do PL.

### 3.6. Fundo Cambial

#### 3.6.1. Destinado a Investidores de Varejo

Nos termos do § 6º do artigo 95 da Instrução nº 409, classifica-se como Cambial o fundo cujo fator de risco consiste na variação de preços de moeda estrangeira ou a variação do cupom cambial. Tais fundos devem possuir, no mínimo, 80% (oitenta por cento) da carteira em ativos relacionados diretamente, ou sintetizados via derivativos, ao fator de risco que dá nome à classe, como previsto no § 1º do mesmo artigo.

Os fundos da classe cambial representavam somente 0,3% do patrimônio dos fundos com mais de 2.000 investidores em outubro de 2005. Como a moeda brasileira se valorizou consideravelmente durante o ano de 2005, as cotas dos fundos Cambiais apresentaram rentabilidades bastante negativas, o que vem afastando os aplicadores desta classe de fundos.

Conforme se pode depreender dos dados da tabela 10.1, a maioria do patrimônio desta classe está aplicado em títulos públicos e operações compromissadas. CDBs e debêntures representam 7% e 3% do PL, respectivamente. Assim, imagina-se que as alterações propostas não demandem ajustes para a maioria dos fundos com mais de 2.000 cotistas.

Entretanto, é possível que os fundos em questão, em um cenário hipotético de desvalorização da moeda nacional frente ao dólar, busquem ampliar o leque de ativos atrelados à moeda estrangeira, adquirindo títulos privados que, nos termos da legislação em vigor, podem conter cláusula de remuneração vinculada à variação cambial, tais como as cédulas de crédito à exportação e as notas de crédito à exportação, de que tratam a Lei 6.313, de 16 de dezembro de 1975, e o Decreto-lei 413, de 9 de janeiro de 1969.

Dada a possibilidade de exposição dos fundos em questão ao risco de emissores privados, julgou-se que os limites do artigo 87 devem ser aplicados de forma integral a essa classe de fundos, sendo que, tal como nos fundos RF e CP, é prevista a possibilidade de ampliação desses limites, na forma do disposto nos §§ 3º e 4º do artigo 95, que é aplicável a esses fundos por remissão (artigo 95-A, § 2º).

**Tabela 8.1. Fundos da Classe Cambial com mais de 2.000 cotistas. Percentual das aplicações por modalidade de ativo financeiro em 31 de outubro de 2005.**

Aplicação	Valor	Percentual do PL
<b>Patrimônio Líquido</b>	R\$ 662.737.698,23	---
Títulos públicos	R\$ 405.801.400,62	61%
Operações Compromissadas	R\$ 125.883.836,80	19%
Cotas de fundos de investimento - Instrução Nº 409	R\$ 66.573.298,89	10%
Depósitos a prazo	R\$ 47.587.444,74	7%
Debêntures simples	R\$ 20.246.268,45	3%
Mercado Futuro - Posições vendidas	R\$ 235.163,65	NS
Valores a receber	R\$ 109.493,62	NS
Valores a pagar	R\$ 106.220,59	NS
Mercado Futuro - Posições compradas	R\$ 103.636,50	NS
Disponibilidades	R\$ 34.834,75	NS



Tabela 8.2 Fundos da Classe Cambial destinados a investidores de varejo. Limites percentuais do patrimônio líquido por modalidade de ativo financeiro, incluindo os limites por emissor aplicáveis.

APLICAÇÃO		Limite por Ativo	Limite por Emissor	Limite por Ativo - Inst. 409	Limite por Emissor – Inst. 409
<b>Títulos Públicos – Renda Fixa</b>	Títulos públicos federais (TN, BCB, Cred. Sec. TN, Tit. Mun. e Estadual refinanciado TN), inclusive operações compromissadas	100	100	100	100
<b>Títulos Privados – Renda Fixa</b> <sup>40</sup>	Títulos de emissão ou coobrigação de Instituições Financeiras (CDB, RDB, LCA, CPR fin. com aval, etc.)	20	20	100	20
	Ativos de responsabilidade de emissor que não seja Inst.Fin. (CCB, CCI, CPR fin., CDCA, WA, etc.) <sup>42</sup>	10	10	100	10
<b>Valores Mobiliários</b>	<b>Renda Fixa</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Debêntures, outros VM RF registrados (CRA, CRI, NCA)</li> <li>▪ Cotas FI (CP, REF, RF) e FACFI</li> <li>▪ Cotas FDIC (senior), FICFDIC, FII</li> <li>▪ Ativos do MERCOSUL</li> </ul>	20	10	100 <sup>43</sup>	10
	<b>Renda Variável</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Cotas de Fundo de Índice (PIBB)</li> <li>▪ Cotas FI Ações, Multimercado ou Cambial</li> <li>▪ Ações, Bônus, Cert. Dep Ações, Deb. Conversível, ADR</li> <li>▪ Ativos do MERCOSUL</li> </ul>				
<b>Outros Ativos</b>	Ouro ativo financeiro (BM&F)	100 <sup>44</sup>		100 <sup>44</sup>	
	Dívida externa pública	0		0	
	Títulos de Crédito Privados emitidos no exterior	0		0	
<b>Derivativos</b>	Contratos futuros, opções, swaps e outros com garantia	100 <sup>44</sup>	100	100 <sup>44</sup>	
	Swaps e outros sem garantia	limite aplicável à contraparte	limite aplicável à contraparte	100	
	Derivativos MERCOSUL	só para hedge		só para hedge	

<sup>40</sup> Nesse limite, estão incluídas as operações compromissadas envolvendo modalidades de ativos abrangidas pelo inciso II do art. 87.

<sup>41</sup> Sempre que o regulamento do fundo permitir a realização de aplicações em percentual superior a 30% do patrimônio líquido, até o limite 50% (trinta por cento) de seu patrimônio: a) deverá constar da denominação do fundo a expressão “Crédito Privado”; b) o regulamento, o prospecto e o material de venda do fundo, bem como os extratos enviados aos clientes, deverão conter alerta; c) será exigida a assinatura de termo de ciência.

<sup>42</sup> As aplicações em títulos ou certificados representativos de contratos mercantis de compra e venda de produtos, mercadorias ou serviços para entrega ou prestação futura, tais como a CPR-F e o CDCA, são condicionadas à existência de coobrigação por instituição financeira ou de seguro de responsabilidade de sociedade seguradora, devendo, portanto ser incluídos na categoria de títulos de coobrigação de instituição financeira (art. 85, § 3º, da Instrução 409, na redação em vigor, e § 2º, na nova redação).

<sup>43</sup> Exceção: cotas de FIDC, FIC-FIDC e FII, limitadas a 10% do PL.

<sup>44</sup> Exceção: nos fundos “Cambiais”, 80% do patrimônio deve estar aplicado em ativos atrelados à variação de preços de moeda estrangeira ou a variação do cupom cambial.

### 3.6.2. Destinado a investidores qualificados

Propõe-se, em linha com o tratamento conferido aos fundos RF e Multimercado, que os limites de concentração por modalidade de ativos e por emissor possam ser dobrados para os fundos da classe Cambial destinados a investidores qualificados.

Por remissão ao § 3º do artigo 95 (artigo 97, § 1º), serão aplicadas a estes fundos as mesmas medidas de divulgação de informações previstas para os fundos da classe RF, na hipótese de o regulamento do fundo prever a possibilidade de aplicação no conjunto de ativos acima referidos em percentual superior a 30% do PL. Além disso, o fundo para investidores qualificados com tíquete de ingresso de um milhão de reais ficará desobrigado de observar o disposto nos artigos 86 e 87.

**Tabela 8.3. Fundos da Classe Cambial destinados a investidores qualificados. Percentual das aplicações por modalidade de ativo financeiro em 31 de outubro de 2005.**

Aplicação	Valor	Percentual do PL
Patrimônio Líquido	R\$ 783.102.476,67	---
Títulos públicos	R\$ 629.111.707,71	80%
Operações Compromissadas	R\$ 126.586.856,52	16%
DIFERENCIAL DE SWAP A RECEBER	R\$ 40.194.839,12	5%
DIFERENCIAL DE SWAP A PAGAR	R\$ 14.887.049,55	2%
Depósitos a prazo	R\$ 2.825.310,22	NS
Mercado Futuro - Posições compradas	R\$ 1.692.762,74	NS
Cotas de fundos de investimento - Instrução Nº 409	R\$ 1.290.911,88	NS
Valores a pagar	R\$ 552.378,81	NS
Mercado Futuro - Posições vendidas	R\$ 245.869,70	NS
Disponibilidades	R\$ 86.813,40	NS
Valores a receber	R\$ 86.342,41	NS
Outras aplicações	R\$ 1.892,35	NS

**TABELA 8.4. Fundos da Classe Cambial destinados a investidores qualificados. Limites percentuais do patrimônio líquido por modalidade de ativo financeiro, incluindo os limites por emissor aplicáveis.**

APLICAÇÃO		Limite por Ativo	Limite por Emissor	Limite por Ativo - Inst. 409	Limite por Emissor – Inst. 409
<b>Títulos Públicos – Renda Fixa</b>	Títulos públicos federais (TN, BCB, Cred. Sec. TN, Tit. Mun. e Estadual refinanciado TN), inclusive operações compromissadas	100	100	100	100
<b>Títulos Privados – Renda Fixa</b> <sup>45</sup>	Títulos de emissão ou coobrigação de Instituições Financeiras (CDB, RDB, LCA, CPR fin. com aval, etc.)	40	40	100	20
	Ativos de responsabilidade de emissor que não seja Inst.Fin. (CCB, CCI, CPR fin., CDCA, WA, etc.) <sup>47</sup>	20	20	100	10
<b>Valores Mobiliários</b>	<b>Renda Fixa</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Debêntures, outros VM RF registrados (CRA, CRI, NCA)</li> <li>▪ Cotas FI (CP, REF, RF) e FACFI</li> <li>▪ Cotas FDIC (senior), FICFDIC, FII</li> <li>▪ Ativos do MERCOSUL</li> </ul> <b>Renda Variável</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Cotas FI Ações, Multimercado ou Cambial</li> <li>▪ Ativos do MERCOSUL</li> </ul>	40	20	100 <sup>48</sup>	10
	Ações, Bônus, Cert. Dep Ações, Deb. Conversível, ADR, Cotas de Fundo de Índice (PIBB)	100	100	100	10 (20 se IF)
<b>Outros Ativos</b>	Ouro ativo financeiro (BM&F)	100 <sup>49</sup>		100 <sup>49</sup>	
	Dívida externa pública	0		0	
	Títulos de Crédito Privados emitidos no exterior	0		0	
<b>Derivativos</b>	Contratos futuros, opções, swaps e outros com garantia	100 <sup>49</sup>	100	100 <sup>49</sup>	
	Swaps e outros sem garantia	limite aplicável à contraparte	limite aplicável à contraparte	100	
	Derivativos MERCOSUL	só para hedge		só para hedge	
	Derivativos no exterior	10	10	0	0

<sup>45</sup> Nesse limite, estão incluídas as operações compromissadas envolvendo modalidades de ativos abrangidas pelo inciso II do art. 87.

<sup>46</sup> Sempre que o regulamento do fundo permitir a realização de aplicações em percentual superior a 30% do patrimônio líquido, até o limite 60% (sessenta por cento) de seu patrimônio: a) deverá constar da denominação do fundo a expressão “Crédito Privado”; b) o regulamento, o prospecto e o material de venda do fundo, bem como os extratos enviados aos clientes, deverão conter alerta; c) será exigida a assinatura de termo de ciência.

<sup>47</sup> As aplicações em títulos ou certificados representativos de contratos mercantis de compra e venda de produtos, mercadorias ou serviços para entrega ou prestação futura, tais como a CPR-F e o CDCA, são condicionadas à existência de coobrigação por instituição financeira ou de seguro de responsabilidade de sociedade seguradora, devendo, portanto ser incluídos na categoria de títulos de coobrigação de instituição financeira (art. 85, § 3º, da Instrução 409, na redação em vigor, e § 2º, na nova redação).

<sup>48</sup> Exceção: cotas de FIDC, FIC-FIDC e FII, limitadas a 10% do PL.

<sup>49</sup> Exceção: nos fundos “Cambiais”, 80% do patrimônio deve estar aplicado em ativos atrelados à variação de preços de moeda estrangeira ou a variação do cupom cambial.

#### 4. Demais Alterações

---

Além das considerações tecidas a respeito das alterações propostas para o capítulo VIII da Instrução nº 409, são comentadas a seguir as demais alterações incluídas na minuta de Instrução.

(i) A nova redação do artigo 2º delimita as categorias de ativos financeiros passíveis de aquisição pelos fundos, somente para os efeitos da Instrução CVM nº 409. São estabelecidas as seguintes categorias: a) títulos da dívida pública; b) valores mobiliários, inclusive contratos derivativos, cuja emissão ou negociação tenha sido objeto de registro ou de autorização na CVM; c) o ouro, desde que adquirido ou alienado em negociações realizadas em bolsas de mercadorias e de futuros; d) quaisquer títulos de crédito, direitos, ativos, e modalidades operacionais, desde que tenham liquidação financeira obrigatória, e sejam de obrigação ou co-obrigação de instituição financeira, ou, não o sendo, a possibilidade de sua aquisição pelo fundo tenha sido expressamente prevista no regulamento.

(ii) A alteração proposta para o parágrafo único do artigo 4º, em conjunto com a nova redação dos parágrafos do artigo 92, busca deixar claro para o investidor quais fundos em que o administrador assume o compromisso de obter o tratamento fiscal destinado a fundos de longo prazo previsto na regulamentação fiscal vigente, de forma a garantir a menor alíquota possível de imposto de renda para os cotistas. Os fundos cujos administradores, conforme o regulamento do fundo, tenham a prerrogativa de manter a carteira do fundo desenquadrada<sup>50</sup>, se assim considerarem conveniente, não poderão manter a expressão “Longo Prazo” na denominação. Se o regulamento e o prospecto indicarem essa prerrogativa, deverá também ser incluído no prospecto e material de divulgação um alerta para o fato que os rendimentos obtidos pelo investidor naquele fundo poderão ser tributados à alíquotas superiores a 15%.

(iii) A inclusão dos §§ 3º e 4º ao artigo 10 introduz a permissão para que fundos de classes cujas cotas são historicamente menos voláteis utilizem as chamadas “cotas de abertura”. Tal prerrogativa foi estendida também aos fundos Exclusivos e Previdenciários. Desse modo procura-se facilitar, operacionalmente, o atendimento de pedidos de aplicação e, principalmente, resgate ao longo do dia e, no caso dos fundos previdenciários, a execução dos cálculos necessários para a atualização dos saldos das “Provisões Matemáticas de Benefício a Conceder” para efeito de pagamento de resgate dos planos, nos moldes das Circulares da SUSEP que regulam essa matéria.

Entretanto, a utilização da cota de abertura requererá a definição, em regulamento, sobre a quem se imputará os eventuais ajustes decorrentes do fato da cota de abertura não necessariamente refletir o valor de mercado da carteira no momento da aplicação ou do resgate, se ao próprio cotista ou ao fundo. Quanto maior a volatilidade do valor da cota, mais ampla se torna a diferença entre o valor de mercado da carteira e aquele valor que definiu a cota de abertura. A CVM optou por considerar que somente as classes Curto Prazo, Renda Fixa e Referenciados (em taxas de juros ou índice de preços) são passíveis da adoção deste mecanismo sem que maiores prejuízos sejam

---

<sup>50</sup> As condições que caracterizam o desenquadramento constam do §3º, artigo 5º, Instrução Normativa SRF nº 487, de 30 de dezembro de 2004, com a redação dada pela Instrução Normativa SRF nº 489, de 7 de janeiro de 2005. De acordo com o §3º, um fundo de investimento cujo prazo médio da carteira permaneça igual ou inferior a 365 dias por mais de 3 vezes ou por mais de 45 dias, no ano-calendário, será considerado desenquadrado para fins de tributação à alíquota destinada aos fundos de longo prazo.

transferidos entre cotistas. Os fundos Exclusivos, a seu turno, contam somente com um cotista, não se sujeitando, portanto, a esse risco, independente da volatilidade da carteira.

A Comissão está especialmente interessada em receber sugestões acerca dos critérios a serem adotados na escolha das classes de fundos às quais será permitida essa facilidade. Por exemplo, as classes “Referenciado em Índice de Preços”, e “Renda Fixa Crédito Privado”, embora não tenham a natureza de renda variável, estão sujeitas à maior volatilidade no valor das cotas e a utilização de cota de abertura para fins de aquisições e resgates poderá não se mostrar adequada.

(iv) O § 3º adicionado ao artigo 30 reflete à preocupação da Comissão oriunda de ações de fiscalização que revelaram cópias desatualizadas de regulamentos e prospectos em locais de distribuição de cotas de fundos, o que não é admissível, pois os investidores poderiam consultar um regulamento que não está em vigor, incorrendo em erro de avaliação.

(v) A Comissão permanece preocupada com a possibilidade de agências classificadoras de risco terem seu contrato descontinuado unilateralmente em caso da iminência de uma redução na classificação do fundo. Dessa forma, foi introduzida no artigo 40 a obrigatoriedade da comunicação à CVM de qualquer alteração da classificação do fundo, e da divulgação no prospecto da classificação apresentada no relatório final obrigatório de acordo com o § 5º.

(vi) O § 3º do artigo 41 foi alterado em função da inclusão do § 4º no artigo 68, em que se propõe seja permitido a consultores de valores mobiliários credenciados e contratados por cotistas o acesso à carteira do fundo para a execução de serviços de consolidação das aplicações efetuadas por entidades de previdência, nos moldes exigidos pelas respectivas agências reguladoras.

Tal exceção será restrita aos fundos destinados exclusivamente a investidores qualificados. No entanto, em casos dos fundos não Exclusivos (ou seja, fundos com mais de um investidor qualificado), permanece a possibilidade de “front-running” se um determinado cotista for alertado por seu consultor de eventuais falhas no apreçamento da carteira, desenquadramento ou outros eventos, antes que os outros cotistas tenham acesso à mesma informação. Assim, diversas salvaguardas foram adotadas nos §§ 5º e 6º, a serem adicionados ao artigo 68, sendo que a não observância do disposto no § 5º foi adicionada ao rol das infrações graves constantes do artigo 117.

(vii) A alteração proposta para o artigo 44 decorre da constatação de ser relativamente comum uma assembléia deliberar que as alterações do regulamento só começarão a produzir efeitos em uma data futura (por exemplo, em 30 dias). Nestes casos, de acordo com a redação atual, o regulamento teria de ser enviado para a CVM, antes das alterações começarem a vigorar. Como o regulamento fica disponível para consulta imediatamente após o seu recebimento, inclusive via internet, alguns investidores poderiam consultar um regulamento que ainda não está em vigor, incorrendo, potencialmente, em erro de avaliação. Em decorrência, é proposta modificação também no inciso IV do artigo 71, de forma a refletir essa mesma orientação.

(viii) A modificação do artigo 57 tem por finalidade melhor delimitar as hipóteses em que a contratação de terceiros para prestação de serviços ao fundo deve ser condicionada à inclusão de cláusula contratual instituindo a responsabilidade solidária entre o administrador do fundo e os prestadores dos serviços por eventuais prejuízos causados aos cotistas em virtude das condutas contrárias à lei, ao regulamento e aos atos normativos expedidos pela CVM. De acordo com a redação proposta, tal exigência se limitará aos serviços de: a) gestão da carteira do fundo; b) tesouraria, controle e processamento dos títulos e valores mobiliários e c) a escrituração da emissão e resgate de cotas.

Ficam isentas dessa exigência a contratação de serviços de distribuição de cotas, custódia de títulos e valores mobiliários e demais ativos financeiros, tendo em vista que a responsabilidade dos prestadores desses serviços decorre de regulamentação específica expedida pela CVM, o que torna desnecessária a estipulação de responsabilidade solidária com o administrador do fundo.

(ix) As hipóteses em que é possível a realização de aplicações financeiras no exterior pelos fundos regulados pela Instrução CVM nº 409 foram delineadas pela introdução do inciso IX ao artigo 64, em conjunto com a nova redação dos artigos 96 e 97. A redação proposta para o parágrafo único do artigo 64 também tem por finalidade permitir que os fundos utilizem seus ativos para prestação de garantias de operações realizadas em outros mercados além de bolsas. O artigo 96 foi ajustado mediante a supressão da exigência de que as operações com derivativos de títulos de dívida externa realizadas no exterior sejam cursadas em mercados organizados, o que não corresponde à realidade desse tipo de mercado.

(x) Objetivando a maior transparência e a prevenção da ocorrência de conflitos de interesse foi adicionado à Instrução nº 409 o artigo 64-A que obriga o administrador a divulgar mensalmente o montante de aplicações que envolvam como contrapartes o fundo e o próprio administrador ou partes a ele relacionadas, tendo sido elencadas as exceções cabíveis.

(xi) A Comissão detectou que os administradores de fundos têm utilizado de forma indiscriminada a prerrogativa constante do § 1º do artigo 68, prejudicando a transparência que se espera desse setor. A possibilidade de não divulgação de informações sobre parte da composição da carteira se restringe, pelo texto em vigor, a operações cuja estratégia possa ser efetivamente prejudicada pela sua divulgação, como por exemplo, a aquisição de ações de baixa liquidez, mas de alto potencial de valorização, por fundos de ações conhecidos comercialmente como “small caps”.

Nos termos da redação proposta para o § 2º do artigo 68, permanece a faculdade de se omitir, pelo o prazo máximo de 90 (noventa) dias, as operações em questão, podendo esse prazo ser prorrogado uma única vez, em caráter excepcional, e com base em solicitação fundamentada submetida à aprovação da CVM, até o prazo máximo de 180 (cento e oitenta dias). Entretanto, a Comissão está considerando eliminar tal prerrogativa, exceto para fundos cujos administradores venham a solicitar, com justificativa fundamentada, a necessidade de não divulgação de parte da carteira. Outra abordagem considerada é exigir-se a manutenção de documentação que justifique a ocultação de parte das operações, sendo que a inexistência de tal documentação, quando solicitada pela CVM, ou a insuficiência das razões que embasaram a ocultação da carteira, configuraria infração de natureza grave, a ser inserida no rol do artigo 117. Desse modo, a CVM também está especialmente interessada em receber sugestões sobre este relevante tópico.

## **5. Alteração da Instrução CVM nº 306/99**

---

A minuta de Instrução contempla também alteração da Instrução CVM nº 306, mediante adição do artigo 21-A, com o objetivo de deixar claro que as normas previstas em seus artigos 14 a 16 – que dispõem, respectivamente, sobre as normas de conduta, a segregação de atividades e as vedações aplicáveis aos administradores de carteira – aplicam-se a todos os administradores de fundos regulados pela Instrução nº 409.

De acordo com o § 1º do artigo 21-A, não se aplica, aos administradores de fundos de investimento, o disposto no inciso I do artigo 16, que proíbe a atuação como contraparte de carteiras administradas. Tal vedação prevalecerá, entretanto, se prevista na regulamentação específica editada pela CVM. Nos termos do § 2º do mesmo artigo, o administrador e o gestor que atuarem como contraparte dos fundos por ele administrados deverão manter, por 5 (cinco) anos, registro segregado documentando dessas operações.