



RELATÓRIO DE ANÁLISE DA AUDIÊNCIA PÚBLICA Nº 05/07
Processo nº RJ 2007-3212

Assunto: Aplicação de recursos no exterior por parte dos fundos de investimento.

1. Histórico

Este relatório analisa as manifestações recebidas durante a Audiência Pública nº 05/07, cujo objetivo foi colher opiniões sobre a criação de uma classe de fundo de investimento que possa investir ilimitadamente em ativos financeiros no exterior (“FIEX 100%”). A previsão deste tipo de fundo é um desdobramento da edição da Instrução CVM nº 450 que autorizou o investimento de fundos no exterior em percentuais limitados.

Adicionalmente, o item 5 deste relatório trata de algumas alterações na Instrução CVM nº 409 e na Instrução CVM nº 438 decorrentes de discussões internas resultantes das solicitações do ofício DIR/11/07, de 14 de setembro de 2007, enviado pela ANBID – Associação Nacional dos Bancos de Investimento, manifestando a necessidade de esclarecimentos e modificações pontuais em alguns dispositivos das referidas instruções.

2. Escopo da Audiência Pública

O Edital de Audiência Pública pediu que o mercado se manifestasse sobre a forma de implementação dos FIEX 100%, indicando a preferência por uma das seguintes alternativas:

- (i) criação de uma espécie de fundo dentro da classe “Multimercado”; ou
- (ii) criação de uma nova qualificação dos fundos que iria se sobrepor à classificação prevista no Art. 92 (à semelhança do que hoje ocorre com as designações “Previdenciário” e “Exclusivo”).

Em ambos os casos, o regulamento dos fundos deveria exigir um aporte inicial mínimo de R\$1.000.000,00 (um milhão de reais). O Edital solicitou também manifestações dos participantes sobre quaisquer eventuais incompatibilidades com outros aspectos da Instrução CVM nº 409, em especial no que tange à convivência entre estes novos fundos e os fundos de “Dívida Externa”



atualmente existentes. A CVM orientou os participantes a abordarem essas questões por meio de quatro perguntas específicas discutidas no item 4 deste Relatório.

3. Participantes

Participaram da Audiência Pública:

- (i) ABBI – Associação Nacional dos Bancos Internacionais;
- (ii) AllianceBernstein LP;
- (iii) ANBID – Associação Nacional dos Bancos de Investimento;
- (iv) ANDIMA – Associação Nacional das Instituições do Mercado Financeiro;
- (v) BOVESPA – Bolsa de Valores de São Paulo;
- (vi) CETIP – Câmara de Custódia e Liquidação;
- (vii) Sr. Diego Pujol; e
- (viii) Sr. Marcos Paolozzi Sérvulo da Cunha.

4. Comentários e Sugestões Recebidas

4.1 O perfil de risco dos ativos financeiros no exterior é substancialmente diferente do perfil de risco dos ativos negociados no mercado nacional? Tais produtos demandam um maior conhecimento dos investidores? Em caso afirmativo, a imposição de um limite financeiro para acesso aos fundos que negociem estes ativos é uma maneira eficaz de prevenir o risco adicional que tais ativos possam apresentar aos investidores de varejo?



Muitos dos participantes entendem que a exigência de investimento mínimo de R\$1.000.000,00 é equivocada. Para uns o valor é simplesmente muito elevado. Para outros, a imposição do limite financeiro é inadequada.

A ANBID argumenta que a lógica da imposição de um limite financeiro é contraditória, pois estimula os investidores a concentrar todos os seus recursos para poderem ter acesso a um determinado produto. Todavia, na ausência de um critério qualitativo que mensure a qualificação dos investidores, e tendo em vista que a posição patrimonial é um critério já consolidado no mercado, propõe que seja mantido, com alguns ajustes. Uma primeira alternativa proposta pelo participante seria dispensar a exigência de investimento mínimo de R\$1.000.000,00 e tornar o fundo acessível a quaisquer investidores atualmente considerados qualificados. A outra possibilidade seria duplicar o limite para investimento no exterior nos fundos para investidores qualificados, sem prejuízo de que os fundos de varejo continuem podendo investir 10% no exterior e os fundos para “superqualificados” possam fazê-lo ilimitadamente. Com isso, desde que destinados a investidores qualificados, os fundos “Multimercado” poderiam aplicar até 40% no exterior, e fundos das demais classes, 20%. Os fundos destinados a qualificados seriam, portanto, uma categoria intermediária no que diz respeito à alocação de recursos no exterior.

A ABBI sustenta que o fornecimento de informações aos investidores é suficiente para prevenir os riscos adicionais decorrentes do investimento no exterior.

A decisão de permitir o investimento de fundos no exterior é recente e, por isso, a CVM pretende implementá-la de forma gradual. Para isso, é necessário escolher um critério de seleção dos fundos que poderão aplicar a totalidade de seu patrimônio no exterior. Apesar das críticas recebidas em relação ao critério de investimento mínimo contido na minuta submetida à audiência pública, não foi apresentado um critério alternativo. Ademais, o critério de investimento mínimo já está consolidado no mercado. Assim, os limites e restrições impostos pela minuta submetida à audiência pública parecem adequados, ao menos neste estágio inicial.

A ANDIMA e CETIP defendem a existência de restrições a mercados e a ativos com base em classificações de agências de risco (*rating*) e em análises sobre a segurança e transparência dos mercados em que os ativos são negociados.



Entendemos que não cabe à CVM impor restrição a investimentos dos fundos em função de classificação de risco dada por agência de “*rating*”, tanto é que não existe essa exigência em relação aos ativos adquiridos pelos fundos no Brasil. Da mesma forma, as características de cada mercado além daquelas previstas nesta instrução são fatores a serem avaliados pelo gestor da carteira do fundo.

4.2 Há alguma incompatibilidade entre um fundo com tais características e as regras atuais da Instrução nº 409, sobretudo no que diz respeito às normas de concentração em ativos de responsabilidade de emissores privados (Art. 98)?

A ANBID responde que pode haver incompatibilidade no caso do FIEX 100% investir em um fundo no exterior que não está sujeito aos limites por emissor impostos pela Instrução CVM nº 409 e pode não ter obrigações de transparência em relação ao fundo investidor para apuração das posições consolidadas.

Os fundos que exigem investimento mínimo de R\$ 1.000.000,00 não estão obrigados aos limites de concentração impostos pela Instrução CVM nº 409, assim não haveria incompatibilidade entre as regras da Instrução CVM nº 409 e o investimento em fundo estrangeiro do ponto de vista dos limites de concentração por emissor.

A ANDIMA não vê incompatibilidade, mas acredita que alguns pontos precisam de um detalhamento adicional, a saber: (i) identificação dos títulos soberanos que podem integrar a carteira do fundo; (ii) especificação das características (grau de supervisão, ambiente de negociação, etc.) que tornam um ativo passível de aquisição pelos fundos brasileiros; e (iii) definição das condições em que um fundo local pode adquirir cotas de um fundo de investimento no exterior.

A ABBI sugere a inclusão de normas prevendo a possibilidade de aplicação de recursos em (i) cotas de fundos de investimento emitidas no exterior e admitidas à negociação em bolsas ou outros sistemas similares e (ii) operações com derivativos realizadas em mercado de balcão, desde que as contrapartes sejam instituições financeiras, instituições reguladas por órgãos com os quais a CVM mantenha acordo de cooperação ou entidades que integrem o conglomerado econômico das instituições anteriormente referidas.



De maneira genérica, as manifestações dos demais participantes demonstram uma preocupação com a definição dos ativos estrangeiros que os FIEIX 100% estariam autorizados a adquirir e as condições para que tais aquisições ocorram. Tais questões foram contempladas com a edição das Instruções CVM nº 450/07 e 456/07 e aperfeiçoadas com as alterações discutidas no item 5 do presente Relatório. As regras impostas por referidas instruções buscam exigir que os ativos estrangeiros tenham natureza econômica semelhante aos ativos domésticos autorizados e impõem mecanismos para assegurar a existência de tais ativos, tais como aquisição em bolsa ou existência assegurada por agentes custodiantes.

4.3 À exceção da exigência de investimento mínimo, haverá alguma razão para a manutenção da classe “Dívida Externa”? Que adaptações, se houver, serão necessárias para evitar assimetrias entre estes fundos e os novos fundos de investimento no exterior cuja criação está sendo proposta?

A ANBID entende que os FIEIX 100% podem ter estrutura de carteira idêntica à dos “Dívida Externa”, no entanto, como o requerimento de investimento mínimo é diferente, tais fundos serão dirigidos a segmentos de investidores distintos e, portanto, o fundo de “Dívida Externa” deve ser mantido. Ainda, segundo a ANBID, o fundo “Dívida Externa” representa um canal de diversificação de investimentos no exterior para as entidades de previdência complementar fechadas.

A ABBI também defende a preservação do fundo de “Dívida Externa” sob o argumento de que esta nomenclatura permite ao investidor identificar mais facilmente que o fator de risco preponderante do fundo é a dívida externa da União Federal.

A ANDIMA entende que não é necessário preservar a classe “Dívida Externa”.

Tendo em vista que a exigência de investimento mínimo de R\$1.000.000,00 para os FIEIX 100% prevaleceu, a classe “Dívida Externa” não deve ser extinta, pois tais classes são dirigidas a segmentos de investidores distintos.



4.4 A criação do fundo de investimento com as características ora propostas estaria melhor amparada como espécie da classe “Multimercado”, ou como uma qualificação adicional dos fundos, sem prejuízo das classes previstas no Art. 92 da Instrução CVM nº 409, como atualmente ocorre com as designações “Previdenciário” e “Exclusivo”?

À exceção da AllianceBernstein, todos os participantes que se manifestaram sobre a pergunta acima optaram pela segunda alternativa, isto é, pela criação de uma designação adicional àquelas classes do art. 92. O principal argumento utilizado foi o de facilitar a visualização do fator de risco preponderante do fundo, evitando que fundos com estratégias diversas ficassem sobrepostos dentro da classe “Multimercado”.

Em linha com a maioria das manifestações recebidas durante a audiência pública, optou-se pela criação da designação adicional “Investimento no Exterior” aplicável às classes do Art. 92.

5. Outras propostas de alteração da Instrução CVM nº 409/04 encaminhadas pela ANBID no âmbito do Processo RJ –2007-12347

5.1 Ativos passíveis de aquisição pelo fundo

A ANBID sugere um ajuste para esclarecer a interpretação da regra contida no Art. 2º, § 5º da Instrução CVM nº 409 que determina que, no caso da aplicação de recursos do fundo no exterior, os ativos passíveis de aquisição serão os de mesma natureza, e nos mesmos limites, daqueles cuja aquisição é permitida no mercado local. De acordo com a ANBID, seria desejável que se esclarecesse que a intenção da expressão “mesma natureza” utilizada no dispositivo é se referir a ativos de mesma natureza econômica e não jurídica, pois boa parte dos ativos financeiros existentes no mercado mundial, embora apresentem a mesma natureza econômica, não têm a mesma natureza jurídica dos encontrados no mercado nacional. A ANBID sugere que se acrescente a palavra econômica depois da palavra natureza para esclarecer a intenção do dispositivo.

O ajuste proposto foi aceito.



5.2 Entidade responsável pela garantia da existência dos ativos no exterior

A Instrução CVM nº 456 acrescentou ao Art. 2º nova redação ao §5º, que prevê que se o ativo financeiro estrangeiro não for negociado em bolsa, nem registrado em sistema de registro, custódia e liquidação, a aquisição só poderá ocorrer caso sua existência tenha sido assegurada por entidade custodiante contratada pelo administrador do fundo, que seja devidamente autorizada para o exercício desta atividade em seu país de origem e supervisionada por autoridade local reconhecida.

A ANBID sugere que, para operações do fundo no exterior, a entidade custodiante local (de forma direta, ou indireta, contratando terceiros devidamente habilitados na jurisdição em que a operação é realizada) garanta a existência do ativo adquirido no exterior. Para tanto, é importante o esclarecimento de que, na interpretação da frase “*entidade custodiante contratada pelo administrador do fundo, que seja devidamente autorizada para o exercício desta atividade em seu país de origem e supervisionada por autoridade local reconhecida*”, constante do Art. 2º, §5º, inciso II, entenda-se que esta entidade é o custodiante local (no Brasil) do fundo, contratado pelo administrador, regulado e supervisionado pela CVM. Este custodiante local poderá então sub-contratar, sem prejuízo de sua responsabilidade, terceiros devidamente supervisionados por autoridade reconhecida no exterior.

A redação foi alterada para deixar clara a estrutura descrita acima, que é considerada mais segura pela Superintendência de Relações com Investidores - SIN. A SIN entende que a estrutura em que o custodiante local, e não o próprio fundo detentor do ativo, contrata o custodiante estrangeiro é menos vulnerável a potenciais conflitos de interesses, tendo em vista que é prática comum no mercado internacional que o corretor ofereça outros serviços aos fundos, como por exemplo, o de custódia. Para evitar que outras relações comerciais influenciem negativamente a verificação independente da existência dos ativos, a SIN entende conveniente que o custodiante estrangeiro seja contratado pelo custodiante brasileiro.

5.3 Obrigação de consolidação da carteira de aplicações para fins de verificação dos limites no caso da aplicação em cotas de outros fundos

Nos termos da Instrução CVM nº 450, o administrador de um fundo tem o dever de assegurar, na consolidação das aplicações do fundo investidor com as do(s) fundo(s) investido(s), o respeito aos limites por emissor, por modalidade de ativo, e a apuração da proporção de exposição a títulos de



crédito privado, considerando tanto a carteira de ativos do fundo investidor como a do(s) fundo(s) investido(s). A Instrução CVM nº 456 flexibilizou tal exigência, dispensando desta obrigação o administrador do Fundo de Investimento em Cotas (FIC) que investisse mais de 50% do patrimônio líquido em fundos que fossem geridos por terceiros não ligados ao próprio administrador ou ao gestor do FIC, e desde que tais fundos investidos possuíssem prospecto.

A ANBID sugere que o dispositivo criado pela Instrução nº 456 seja novamente alterado, valendo a consolidação apenas para o investimento em fundos próprios, em outras palavras, fundos investidos geridos pelo próprio administrador ou gestor a ele ligado.

A sugestão foi aceita, considerando a virtual impossibilidade prática de aplicação do dispositivo quando se tratar de investimento em fundos que não sejam geridos pelo próprio administrador ou por gestor ligado a ele. Isto porque os fundos investidos não estão obrigados a fornecer lista detalhada dos ativos que compõem suas carteiras e podem ter um interesse estratégico legítimo em manter certo sigilo sobre seus investimentos. Assim, os fundos investidores vinham tendo dificuldade para cumprir com o preceito que tornava obrigatória a consolidação da carteira de investimentos quando o fundo investido não era gerido ou administrado pelo mesmo gestor ou administrador do fundo investidor. A CVM entende que o dispositivo acaba por inibir o investimento em fundos administrados e geridos por terceiros e, ponderando essa desvantagem, eliminou a exigência.

5.4 Marcação a mercado de ativos adquiridos no exterior

A ANBID sugere que sejam observados os conceitos gerais contidos no **COFI - Plano Contábil dos Fundos de Investimento**, aprovado pela Instrução CVM nº 438/06, para os ativos adquiridos no exterior pelos fundos de investimento, e que os métodos específicos de marcação a mercado (MaM) para cada tipo destes ativos façam parte do manual de marcação a mercado de cada instituição, sob o argumento de que: “[c]om a abertura internacional, haverá a ampliação do número de mercados e ativos que os fundos de investimento acessarão, com reflexos importantes na normatização de precificação de ativos, pois não será possível listar regras específicas para cada um desses inúmeros ativos, como é determinado para os principais ativos utilizados no Brasil. Assim, a ANBID sugere que “para ativos adquiridos no exterior, a CVM adote a Instrução CVM No. 438 no que diz respeito aos conceitos de: preço de mercado, princípios gerais, procedimentos, fonte de preço pública,



definição de horários e métodos alternativos de marcação– sem regular as regras específicas para cada ativo, o que não é nem uma meta viável.” e que as instituições deveriam então listar os métodos específicos adotados para cada ativo em seus manuais de MaM.

As normas e princípios contábeis estabelecidos pela CVM se aplicam automaticamente aos investimentos realizados pelos FIEIX 100% e aos investimentos no exterior realizados pelos demais fundos, inclusive a Instrução CVM nº 438, e são suficientes para orientar o mercado no presente. Na medida em que forem surgindo demandas por esclarecimentos e normas mais específicas, a SNC estudará a matéria e elaborará as normas relevantes, dando oportunidade para os demais membros do mercado se manifestarem a respeito do tema.

5.5 Mudança do critério de avaliação da carteira de ações dos fundos Long-Short no mercado local

A ANBID sugeriu a mudança do critério de avaliação da carteira dos fundos Long-Short (que adotam a estratégia de ficar comprados ou vendidos) com o objetivo de evitar as distorções geradas pela MaM das *ações* pelo preço médio, enquanto os *derivativos* são apreçados pelo valor de fechamento.

Em seu parecer, a SMI e a SNI sugerem que a questão seja abordada de forma mais ampla, pois não afeta somente os fundos Long-Short. O problema decorre do sub-item 1.2.3.3 do COFI que determina que “[a] *avaliação das aplicações no mercado de renda variável que apresentem negociação de mercado nos últimos 90 (noventa) dias, deve ser feita utilizando-se a última cotação média diária de negociação do mercado em que o ativo apresentar maior liquidez.*” (grifamos) A origem da preferência pela utilização do preço médio em relação ao preço de fechamento é que o primeiro seria menos susceptível a manipulações. As áreas técnicas reconhecem que, na atual dinâmica de funcionamento do mercado, em que são realizados leilões para o estabelecimento dos preços de fechamento, é muito mais difícil ocorrer essa manipulação do preço dos papéis. Tendo em vista a bem sucedida experiência de utilização do preço de fechamento nas demonstrações financeiras de fundos de investimento, introduzida pela Instrução CVM n.º 359 (Art. 55), e o fato de que tal critério é o mais utilizado na indústria internacional de *hedge funds*, o dispositivo foi alterado.



CVM *Comissão de Valores Mobiliários*

6. Nova Proposta de Instrução

A minuta incorporando as sugestões acima descritas segue anexa a este relatório.

Original assinado por

LUCIANA DIAS

Superintendente de Desenvolvimento de Mercado