



RELATÓRIO DE ANÁLISE SDM – Processo nº 2007/10501
Audiência Pública 11/2007

Assunto: Minuta de Instrução sobre Fundo de Investimento do Fundo de Garantia por Tempo de Serviço.

1. Histórico

Este relatório analisa as manifestações recebidas durante a audiência pública nº 11/2007, que teve como objetivo regulamentar o Fundo de Investimento do Fundo de Garantia por Tempo de Serviço (FI-FGTS), criado pela Lei nº 11.491/07.

2. Escopo da Minuta Submetida à Audiência Pública

O FI-FGTS foi criado no âmbito do Programa de Aceleração do Crescimento, visando constituir-se em veículo para a utilização de recursos do FGTS em empreendimentos nos setores de energia, rodovias, hidrovias, ferrovias, portos e saneamento.

Neste primeiro momento, conforme mencionado no Edital de audiência pública, o FI-FGTS será constituído exclusivamente com recursos do patrimônio líquido do próprio FGTS, que não se confundem com os recursos das pessoas físicas participantes do FGTS. Estas pessoas físicas poderão, em momento a ser definido pelo Conselho Curador do FGTS (CCFGTS), subscrever cotas de um outro fundo, o Fundo de Investimento em Cotas do FI-FGTS, que servirá como meio de acesso indireto destas pessoas ao FI-FGTS.

Conforme deliberação do Conselho Curador do FGTS¹, a constituição desse Fundo de Cotas e a conseqüente participação dos trabalhadores ocorrerão apenas em momento posterior, razão pela qual a minuta de Instrução que foi submetida à Audiência Pública tratou apenas do FI-FGTS. O Fundo de Cotas, futuramente, será objeto de norma própria da CVM, sem prejuízo de que eventuais alterações se façam então pertinentes na presente Instrução.

Portanto, a Instrução que a CVM pretende editar a partir desta audiência pública será destinada a um fundo específico, de um único cotista (o FGTS), assessorado e representado por órgãos especialmente voltados a esta finalidade. Estes fatores contribuem para que lhe seja atribuída uma disciplina singular, com dispensas de algumas regras que a CVM normalmente exige dos fundos a que concede registro, mas que não fariam sentido neste fundo.

Por outro lado, a minuta procurou preservar uma estrutura que facilite a integração com a futura regulamentação que será editada para o Fundo de Cotas. Por essa razão, a minuta tomou por base, além dos dispositivos previstos na Lei 11.491/07, a Instrução CVM nº 409 – não obstante alguns aspectos inspirados na Instrução nº 391.

¹ Item 7 do Anexo à Resolução nº 530, de 4 de julho de 2007: “A participação de detentores de contas vinculadas do FGTS por meio de integralização no Fundo de Investimento em Cotas – FIC a ser constituído pela CEF para essa finalidade será objeto de autorização específica deste Conselho, a partir da avaliação da performance, maturação e resultados dos investimentos do FI-FGTS”.

No Edital de Audiência Pública, a CVM solicitou especial atenção dos participantes para a adequação dos dispositivos presentes na minuta às características do fundo, assim como para aspectos materializados em perguntas específicas formuladas para melhor orientar as sugestões e os comentários dos participantes, os quais serão objeto do item 4 deste Relatório.

3. Participantes

Participaram da Audiência Pública:

- (i) ANBID – Associação Nacional de Bancos de Investimento;
- (ii) Caixa Econômica Federal;
- (iii) CETIP – Câmara de Custódia e Liquidação²;
- (iv) Jucemar José Imperatori; e
- (v) UBS Pactual.

4. Comentários e Sugestões Recebidas

4.1 A estrutura resultante da composição de elementos das instruções CVM nº 391 e 409 é adequada para atender o FI-FGTS, dadas suas peculiaridades?

A Caixa Econômica Federal, a ANBID e o Sr. Jucemar José Imperatori entendem que a estrutura proposta, baseada em elementos presentes nas Instruções CVM nº 409 e 391, é, em linhas gerais, adequada ao FI-FGTS dadas as peculiaridades do fundo.

O UBS Pactual também se posiciona a favor de que o fundo em questão merece ter tratamento em regulamentação própria que contemple suas especificidades, enumerando, inclusive, vários dispositivos da Instrução 391 que, a propósito, não foram transpostos para a presente Instrução sobre os FI-FGTS na medida que não seriam de fato aplicáveis. Ademais, o UBS manifesta-se favorável à aplicação subsidiária da Instrução 409 a estes fundos.

Não obstante, o UBS sugere que se incorpore à minuta em análise elementos da Resolução 3.456/07 no que tange as restrições às aplicações com derivativos e à realização de operações de “day-trade”, assim como defende que seja vedado o investimento pelo FI-FGTS em cotas de Sociedades Limitadas dada a falta de regulamentação sobre estas.

Por fim, cabe mencionar o comentário da ANBID quanto à substituição da figura da assembléia pela decisão do Conselho Curador. Sugere a participante que, considerando-se que a CVM quer definir regras

² O participante CETIP apenas informou nada ter a acrescentar ao texto da proposta de Instrução.



CVM *Comissão de Valores Mobiliários*

RELATÓRIO DE ANÁLISE SDM – Processo nº 2007/10501

para o funcionamento do FI-FGTS “compatíveis” com a futura existência dos FICs, as atribuições da assembleia não deveriam ser exclusivas do CCFGTS, mas sim da totalidade de cotistas. Na “primeira fase”, na prática isto significaria que as decisões do CCFGTS seriam soberanas, mas, na “segunda fase”, como o fundo teria também o FIC como cotista, deveria caber voto em assembleia tanto ao CCFGTS quanto aos FIC, representados por seus administradores.

Comentário SDM: As manifestações dos participantes ratificam, de maneira geral, a adequação da abordagem dada à Instrução a partir da combinação de elementos predominantemente inspirados na instrução 409 e alguns outros oriundos da Instrução 391 com os dispositivos decorrentes da Lei 11.491/07.

No que se refere à proposta do UBS de que sejam adotadas na Instrução em tela salvaguardas à utilização de instrumentos derivativos e na realização de operações de “day-trade” inspiradas na Resolução 3.456/07, cabe dizer que a citada Lei 11.491/07 outorgou ao Conselho Curador do FGTS a aprovação da política de investimento do fundo por proposta do Comitê de Investimento. Desta forma, entendemos não caber à presente Instrução delimitar o escopo dos investimentos, seja no sentido de restringir operações com derivativos e de “day-trade”, seja restringindo o investimento em participações societárias somente às Sociedades Anônimas, afastando o investimento pelo fundo em Sociedades Limitadas.

A este respeito cabe mencionar que a Resolução do Conselho curador do FGTS nº 530 estabelece no item 2 de seu Anexo, os ativos passíveis de aplicação pelo fundo, e entre eles, as cotas de Sociedades Limitadas e os contratos derivativos. Adicionalmente, cabe citar o item 2.1 do mesmo documento que estabelece que os emissores de instrumentos de participação societária (ações, cotas...) e de dívida corporativa (debêntures, notas promissórias,...) devem ter suas demonstrações financeiras anuais auditadas por auditor independente registrado na CVM. Tal exigência, de certa forma, mitigaria o risco decorrente das informações referentes aos emissores de cotas das Sociedades Limitadas, as quais regem-se pelo Código Civil. Finalmente, no que tange o eventual estabelecimento de limites à aplicação em derivativos por parte destes fundos, cabe mencionar que o item 2.3 do Anexo supracitado já restringe os investimentos em contratos derivativos àqueles que tenham por finalidade a proteção dos demais ativos integrantes da carteira do FI-FGTS.

Cabe mencionar que a Instrução 391/03 que regulamenta os FIP, determina, em seu art. 2º, o investimento obrigatório em Sociedades Anônimas de capital aberto ou fechado, vedando o investimento em Sociedades Limitadas. Entretanto, os Fundos de Participação tiveram, em sua origem, o papel de veículos indutores de boas práticas de governança corporativa, seja através da participação ativa destes fundos no processo decisório das companhias investidas, seja nas condições estabelecidas para investimento em companhias de menor porte e de “venture capital” e a subsequente preparação destas para uma eventual abertura de capital, o que passava, necessariamente, pela constituição destas empresas investidas como Sociedades Anônimas.



Quanto à substituição da assembléia geral pelo CCFGTS mencionada pela ANBID, cabe dizer que os poderes conferidos àquele órgão decorreram de previsão legal. Futuramente, quando da regulamentação dos Fundos de Cotas para o efetivo ingresso dos trabalhadores, poderá ser o caso de se fazer constar do Regulamento e do Prospecto do FIC, esta situação, em função dos poderes conferidos pela Lei ao Conselho Curador.

4.2 Levando-se em conta, de um lado, as características dos investimentos do fundo e, de outro lado, a necessidade de liquidez dos recursos dos cotistas do Fundo de Cotas no futuro, é possível que o FI-FGTS seja constituído sob a forma de fundo fechado?

O Sr. Jucemar José Imperatori acredita que o FI-FGTS poderia ser constituído sob a forma de fundo fechado, alegando que a liquidez necessária no futuro poderia se dar através da cessão e transferência de cotas, ou ainda pela sua negociação em mercado secundário.

O UBS Pactual também entende que a estrutura de um fundo fechado seria possível ao FI-FGTS em virtude das características e da iliquidez dos ativos que constituirão sua carteira. Entretanto, tendo em vista, segundo alega o participante, que a possibilidade de resgates de cotas por parte dos titulares das contas vinculadas poderia gerar instabilidade ao Fundo e prejuízo aos cotistas, na medida que o fundo tenha que vender seus ativos por valores não competitivos a fim de viabilizar os resgates, opõe-se à criação do Fundo de Investimento em Cotas de FI-FGTS.

De outra sorte, a Caixa Econômica Federal e a ANBID entendem que a configuração do fundo como aberto seria a mais adequada tendo em vista o futuro ingresso dos participantes das contas vinculadas através do fundo de cotas e a correspondente necessidade de viabilizar o pagamento dos resgates que se fizerem necessários.

A Caixa manifestou que as condições de liquidez poderiam ser obtidas pela manutenção, no fundo de cotas de um colchão de ativos líquidos que permitisse o pagamento dos resgates (solução aventada pela Caixa no caso da adoção de fundos fechados, mas que também pode ser adotado em fundos abertos), e ressaltou que num fundo aberto, as condições de resgate a serem previstas no Regulamento deverão ser condizentes com os ativos que deverão compor a carteira do FI-FGTS.

A ANBID, por seu turno, alerta que o fluxo constante de aplicações e resgates poderá ser um problema para a estratégia do fundo, já que investimentos em projetos de infra-estrutura são de Longo Prazo, de baixa liquidez e difícil marcação a mercado. Isto é, a estratégia de investimentos do fundo entraria em “conflito” com a demanda potencial de resgate dos cotistas do FIC, gerando descasamento entre ativo e passivo. Neste sentido sugere que tal problema pudesse ser mitigado pelo estabelecimento de um limite de aplicação, no FIC, de um percentual de ativos líquidos suficientes para fazer frente aos eventuais resgates, ou pela criação de cotas distintas do FI-FGTS, em que as cotas detidas pelo FGTS teriam carência até o encerramento do fundo e aquelas detidas pelos trabalhadores não teriam, nos casos previstos em Lei.

Comentário SDM: Primeiramente, quanto à manifestação do participante UBS contrária à criação do fundo de cotas e ao ingresso dos trabalhadores no FI-FGTS



através deste FIC, resta dizer que se trata de previsão legal, conforme disposto no inciso XVII e no §19 do art. 20 da Lei 8.036³, com redação dada pela Lei 11.491/07.

No que remete à discussão acerca da natureza ideal para o fundo, aberto ou fechado, resta clara a divisão dos participantes. Olhando-se exclusivamente para a natureza dos ativos a compor este fundo, desponta como mais adequada a solução do fundo fechado, em eventual detrimento da liquidez dos recursos aportados pelos trabalhadores. A julgar pelo futuro ingresso dos titulares das contas vinculadas neste fundo, via fundo de cotas, o fundo aberto surge como mais apropriado, às custas de um eventual descasamento entre os ativos ilíquidos, de longo prazo de maturação e de difícil precificação que haverão de compor este fundo e a possibilidade de resgates e aportes a qualquer tempo.

A adoção de um ou outro modelo passará obrigatoriamente pela mitigação dos problemas decorrentes desta decisão, seja na futura regulamentação do fundo de cotas, seja nos critérios a serem adotados no regulamento de ambos os fundos (o FI-FGTS e o fundo de cotas). Não obstante, cabe mencionar que a alínea “g”, XIII do art. 5º da Lei 8.036, prevê que competirá ao Conselho Curador estabelecer o prazo mínimo de resgate das cotas e de retorno dos recursos à conta vinculada, o que pressupõe a existência de resgates e, por conseguinte, a condição de fundo aberto ao FI-FGTS.

A discussão sobre este tema terá só teria, de qualquer forma, real importância, a partir do momento em que o FGTS não mais for cotista exclusivo do fundo a ser criado, isto é, a partir da constituição do fundo de cotas para a participação indireta dos trabalhadores, e se dará a partir das condições estabelecidas para a emissão e o resgate de cotas, a constar do regulamento, *vis-à-vis* a precificação e a liquidez dos ativos da carteira do fundo.

Neste primeiro momento não haveria, no nosso entendimento, objeção a quaisquer condições de resgate e de emissão de cotas que venham a ser decididas pelo Conselho Curador, mas cabe levantar duas questões que antecipam os eventuais problemas a serem enfrentados quando da implementação do FIC.

A primeira dificuldade é assegurar de que forma se garantirá recursos líquidos para pagamento dos resgates dos trabalhadores. O gerenciamento desta necessidade de liquidez depende de dados técnicos que o Conselho Curador poderá avaliar melhor que a CVM. Uma opção para viabilizar o pagamento de resgates pelos trabalhadores será criar, no Fundo de Cotas, um “colchão de liquidez”, conforme sugestão encaminhada pela Caixa e pela ANBID. Para permitir que este colchão de liquidez possa ser adotado no futuro, a futura regulamentação dos fundos de cotas pela CVM

³ “XVII- integralização de cotas do FI-FGTS, respeitado o disposto na alínea i do inciso XIII do caput do art. 5o desta Lei, permitida a utilização máxima de 10% (dez por cento) do saldo existente e disponível na data em que exercer a opção.

...

“§19. A integralização das cotas previstas no inciso XVII do caput deste artigo será realizada por meio de Fundo de Investimento em Cotas - FIC, constituído pela Caixa Econômica Federal especificamente para essa finalidade.”



poderia flexibilizar (a Instrução 409 exige que pelo menos 95% do PL do FIC sejam investidos em cotas) de alguma forma o percentual do patrimônio líquido dos FIC que deverá estar investido em cotas do FI-FGTS, podendo a parcela remanescente ser investida em ativos líquidos.

Outro mecanismo que pode conferir a necessária liquidez ao Fundo de Cotas no futuro adviria do fim da vedação à cessão e transferência de cotas, tal como sugerido pelo participante Jucemar Imperatori. Tal vedação, presente na Instrução 409 para os fundos abertos, impossibilitaria, se mantida no texto da presente Instrução, um possível mecanismo através do qual o FIC, se necessário, obteria liquidez para resgates através da cessão ou transferência das cotas detidas do FI-FGTS ao próprio FGTS.

A segunda questão que se faz relevante, sobretudo na inexistência de um mecanismo como os citados que proveja liquidez aos resgates dos trabalhadores no fundo de cotas sem a necessidade de resgatar as cotas do FI-FGTS, é vincular o valor a ser pago ou recebido na emissão e resgate das cotas ao seu valor real. Este valor real das cotas depende do valor dos ativos que compõem a carteira do fundo, os quais, por seu turno, são ilíquidos e só terão seu valor conhecido, na pior das hipóteses, anualmente (no caso, por exemplo, de sociedades anônimas fechadas e sociedades limitadas).

As áreas técnicas da CVM cogitaram, num primeiro momento, a possibilidade de exigir que toda e qualquer sociedade investida pelo fundo, mesmo as SAs fechadas e as Sociedades Limitadas, divulgassem DFs trimestrais de tal sorte que o valor das cotas pudesse refletir uma situação menos defasada quando do cálculo da equivalência patrimonial. Entretanto, tal posicionamento, pelo menos neste primeiro momento, foi descartado de forma a não criar exigência adicional à estabelecida na Instrução 391 para os FIP.

Uma das possíveis formas de tratar o assunto seria prevendo-se a existência de “janelas” de emissão e resgate de cotas próximas ao período de divulgação do seu valor e com base neste valor então divulgado (algo como permitir a emissão e o resgate apenas nos três dias subseqüentes à divulgação trimestral da cota).

De qualquer forma, conclui-se que, uma vez que a minuta colocada em Audiência Pública remete, até por imposição legal, as condições de aplicação e resgate do FI-FGTS para definição do Conselho Curador, e determina que deverão constar do seu regulamento, a SDM entende que não caberia qualquer alteração ao texto proposto para a Audiência sobre este tema – exceção feita à revogação da proibição à cessão e transferência das cotas. Quando da regulamentação dos fundos de cotas, e da análise dos regulamentos, seja do FI-FGTS, seja do futuro fundo de cotas, contundo, haverá de se cuidar para que qualquer solução adotada mitigue, como já dito, os problemas a ela associados.



4.3 Apesar dos argumentos tratados no item 8⁴ do edital, observa-se que as taxas de performance, ingresso e saída são comuns em fundos com o perfil de investimento semelhante ao do FI-FGTS. Além disso, elas desestimulam aplicações e resgates constantes, que podem se mostrar inconvenientes diante do objetivo do fundo de conduzir projetos de longo prazo de maturação. Diante disso, deve-se permitir a incidência destas taxas?

Segundo a ANBID e o Sr. Jucemar José Imperatori, a cobrança das taxas em referência não é cabível. A Associação Nacional de Bancos de Investimento argumenta que a taxa de performance é um mecanismo que faz sentido em fundos de investimento em que há gestão agregada, pois o gestor “faz jus” a receita adicional por ultrapassar o referencial de mercado. Porém, no caso do FI-FGTS, alega, as decisões “de gestão” serão do Conselho Curador, e não faria sentido estabelecer remuneração para tal organismo. Quanto à taxa de ingresso e de saída, tais mecanismos tradicionalmente são instrumentos inibidores de resgates, estimulando a permanência do investidor no fundo, no primeiro caso, com o intuito de “recuperar” tal custo, e, no segundo, “punindo” o resgate com a imposição de uma cobrança. Como neste fundo, continua a ANBID, o saque dos recursos dos trabalhadores poderá ser decorrente de fatores expressos em Lei e “involuntários”, não faria sentido o uso de taxa de ingresso ou saída, pois nestas circunstâncias elas não afetariam a decisão de resgate. Já o Sr. Jucemar entende que a definição da remuneração da CAIXA, na qualidade de Administradora e Gestora do FI-FGTS, é competência do CCFGTS.

A Caixa manifesta-se favorável à cobrança da taxa de saída, na medida que desestimularia uma movimentação incompatível com os objetivos do fundo o que seria benéfico ao desempenho dos ativos. Defende ainda a possibilidade de incidência de taxa de performance na medida em que permite uma maior racionalização nas despesas do fundo – com taxas fixas mais baixas, já que a maior parte do ganho do gestor ficaria condicionada ao seu desempenho.

Por fim, o UBS Pactual em linha com sua sugestão anterior de que o fundo devesse ser fechado e vedado aos trabalhadores, entende, por óbvio neste caso, não aplicável a taxa de saída. Quanto à taxa de performance, defende sua possível cobrança tendo em vista que esta é devida sempre que o fundo atinge seu “benchmark”, sendo uma boa ferramenta de estímulo e reconhecimento do bom trabalho do gestor, beneficiando também os cotistas

⁴ “8. Taxas de Performance, Ingresso e Saída

A minuta vedou a incidência de taxas de performance, ingresso e saída no FI-FGTS, e o fez pelos seguintes argumentos:

- (i) a Lei e a Resolução do CC-FGTS repetidamente tratam da remuneração do administrador, sem fazer referência a qualquer outra modalidade de taxa além da taxa de administração;
 - (ii) estas taxas são pouco comuns nos fundos de varejo, podendo vir a ser mal compreendidas pelos trabalhadores quando da criação do Fundo de Cotas; e
 - (iii) no caso da taxa de performance, há na regulamentação da CVM⁴ uma série de regras que a proíbe ou a limita bastante nos fundos que não sejam destinados a investidores qualificados. Além disto, o papel dessa taxa no alinhamento dos interesses de gestor e cotistas parece ser bastante esvaziado neste fundo, dados os poderes fixados na lei para o CC-FGTS e para o Comitê de Investimentos.
- ...”.



Comentário SDM: No que se refere ao argumento de que a taxa de performance não seria cabível neste fundo porque as decisões de gestão seriam tomadas pelo Conselho Curador, cabe ponderar que a Lei 11.491 tão-somente determina que o Conselho Curador do FGTS aprove a política de investimento do FI-FGTS por proposta do Comitê de Investimento, determine o reinvestimento ou distribuição de resultados do fundo a cada exercício, defina exposição máxima ao risco pelo fundo e estabeleça limites máximos por setor, por empreendimento e por classe de ativos.

À Caixa, por força da mesma Lei, caberia formalmente a administração e a gestão do fundo. Ainda que o Anexo à Resolução 530 do CCFGTS estabeleça que as decisões de investimentos e desinvestimentos serão tomadas pelo Comitê de Investimento e as relativas a reinvestimentos, pelo Conselho Curador⁵, esta mesma Resolução prevê que os investimentos do FI-FGTS serão precedidos de ampla análise técnica⁶ e determina que a Caixa deverá perseguir, como meta mínima, um retorno combinado dos projetos que resulte em uma rentabilidade equivalente à taxa de juros de 6% a.a. acrescida da Taxa Referencial – TR (o que presumiria pró-atividade e capacidade decisória da gestora na consecução deste objetivo).

Cabe reconhecer ainda que a possibilidade de cobrança da taxa de performance pode, de fato, propiciar a cobrança de uma taxa de administração fixa menor, associada a uma possível remuneração só cabível no caso de obtenção de bons resultados pelo fundo. Neste caso, seria obrigatório que as informações relacionadas à cobrança desta taxa também constassem do Regulamento do fundo.

Cabe ainda dizer que a condição do Conselho Curador como principal esfera decisória deste fundo, estabelecendo ainda, por comando legal, a remuneração da Caixa pela administração e gestão do FI-FGTS, resguarda, de certa forma, os interesses dos trabalhadores que ingressarem, futuramente, neste fundo por meio do FIC. Na medida em que os trabalhadores são também representados no CCFGTS, reduz-se o risco de eventual abuso relacionado à cobrança da taxa de performance.

No que tange à cobrança de taxas de saída e de ingresso, a SDM entende não serem de fato cabíveis, tendo em vista que o investimento no FI-FGTS será passível de movimentação nas condições estabelecidas em Lei e que, desta forma, como aventado durante a audiência pública, não seria adequado onerar tais tipos de resgates.

⁵ “5.3 As decisões de investimentos e desinvestimentos serão tomadas pelo Comitê de Investimento e as relativas a reinvestimentos, pelo Conselho Curador.”

⁶ Análise esta que que contemple todos os elementos relativos ao potencial de retorno do ativo, riscos envolvidos e suas estratégias de mitigação, planos de contingência, parceiros envolvidos, alternativas de desinvestimento, amortização, arcabouço legal e normativo, benefícios e impactos econômicos, sociais e ambientais.

4.4 Outros Comentários:

Adicionalmente aos comentários às perguntas específicas formuladas no edital, resta mencionar algumas manifestações feitas a dispositivos presentes ao texto da minuta.

A Caixa Econômica Federal cita o disposto no §3º do artigo 13 da minuta⁷, e argumenta que as cotas do FI-FGTS não deverão ser objeto de classificação por agência classificadora de risco, pelo menos num primeiro momento, citando ainda que, segundo o item 5.1 da Resolução CCFGTS nº 530, os investimentos do fundo, e não as cotas do FI-FGTS, deverão ter classificação de risco de crédito. Advoga ainda que, caso haja necessidade de se contratar agência para classificar investimentos do FI-FGTS, a eventual despesa caiba ao fundo e não ao seu administrador.

Adicionalmente, a Caixa manifestou-se pela alteração do § 1º do artigo 24⁸, dado que a taxa de administração estaria sendo dimensionada para remunerar somente os serviços de gestão e administração. Assim, conclui, todos os demais serviços que viessem a ser contratados – custódia, auditoria, assessoria legal e técnica e consultoria –, deveriam ter seus encargos custeados às expensas do FI-FGTS. Sugere ainda que se adote a íntegra do artigo 27 da instrução CVM 391 adicionado pelo contido no inciso X do artigo 53 da ICVM 356/01. Ademais, a priori, argumenta ser impossível dimensionar tais despesas - na medida em que não se sabe quantos e quão complexos serão os investimentos do fundo, o que dificulta sobremaneira a tarefa de, na prática, fixá-las como um percentual da taxa de administração.

Por fim cabe dizer que o Sr. Jucemar manifesta opinião de que o art. 17 da minuta deva contemplar previsão de que as modificações determinadas pela CVM no regulamento do fundo devam ainda ser comunicadas pelo administrador ao CC no prazo de 30 dias de sua implementação.

Comentário SDM: Primeiramente, cabe dizer que a contratação de agência de “rating” para avaliação do risco das cotas do fundo não é obrigatória, nem no âmbito deste fundo, nem tampouco no âmbito dos fundos regidos pela Instrução 409. Tal classificação consiste, tão-somente, em uma ferramenta opcional à disposição do administrador dos fundos no sentido de eventualmente facilitar a distribuição destas cotas perante os potenciais cotistas, e não se confunde com o dispositivo citado da Resolução CCFGTS nº 530 que estabelece critérios de governança relacionados à política de investimentos FI-FGTS, ou seja a necessária avaliação das sociedades investidas como sendo de baixo risco.

Quanto à sugestão da Caixa de que a taxa de administração não deve cobrir as despesas do fundo com a contratação de certos serviços de terceiros, citados no art. 23 da minuta colocada em audiência pública, cabe dizer que tal preceito remonta à

⁷ que prevê que, na hipótese de contratação de agência classificadora de risco pelo FI-FGTS, aplicar-se-ia os §§ 5º a 8º do artigo 41 da instrução CVM nº 409.

⁸ “...§ 1º Cumprir ao administrador zelar para que as despesas com a contratação de terceiros prestadores de serviços não excedam o montante total da taxa de administração fixada no regulamento, correndo às suas expensas o pagamento de quaisquer despesas que ultrapassem esse limite.”



CVM Comissão de Valores Mobiliários

RELATÓRIO DE ANÁLISE SDM – Processo nº 2007/10501

Instrução 409 e pressupõe que o administrador deverá mensurar a taxa de administração de tal forma a compatibilizá-la com as despesas em tela, dando previsibilidade aos cotistas e parametrizando tais gastos a um patamar previamente conhecido.

Neste caso, entretanto, cabe reconhecer, novamente, que a presença no CCFGTS de representantes dos trabalhadores, assim como no caso da eliminação da proibição de cobrança de taxa de performance anteriormente mencionada, inibiria más-práticas relacionadas à contratação de serviços a serem custeados pelo fundo. Na medida que o CCFGTS deverá aprovar o regulamento do FI-FGTS, o qual disporá sobre as despesas com que o fundo arcará, e tendo em conta que a Instrução exigirá ainda a apresentação semestral de informações acerca dos encargos incidentes sobre o fundo, entendemos como dispensável a tutela ora prevista na minuta no sentido de limitar os gastos com a contratação de serviços.

Por último, cabe dizer que entendemos que a determinação de comunicação pretendida pelo Sr. Jucemar no texto do art. 17 faz-se desnecessária tendo em vista que o administrador do fundo – a Caixa Econômica Federal - é também participante do Conselho Curador.

5. Minuta de Instrução

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

Original assinado por

RENATO STERENTAL GOLDBERG

Superintendente de Desenvolvimento de Mercado - em exercício