

São Paulo, 17 de fevereiro de 2012.

À
Comissão de Valores Mobiliários – CVM
Superintendência de Desenvolvimento de Mercado
Rua Sete de Setembro, 111 – 23º Andar
Rio de Janeiro - RJ
CEP 20050-901

E-mail: audpublica1411@cvm.gov.br

Ref.: Edital de Audiência Pública nº 14/11

Prezados Senhores,

Nos termos do Edital de Audiência Pública nº 14/11 (“Edital”), datado de 22 de novembro de 2011, vimos apresentar nossas sugestões e comentários sobre a minuta de Instrução que regulará a atividade de administração de carteiras de valores mobiliários (“Minuta”), substituindo a Instrução CVM 306, de 05 de maio de 1999.

1. Comentários gerais

Inicialmente, expressamos nosso entendimento de que as regras constantes da Minuta tendem a acarretar, em geral, um considerável aumento de despesas nas operações do administrador de carteiras de valores mobiliários (“Administrador”). Ainda que decorrente da adoção de mecanismos mais rigorosos para atuação e fiscalização do Administrador, de forma a proteger o investidor, garantindo-lhe maior detalhamento de informações (*full disclosure*), é preciso cuidar para que o benefício não se torne, na prática, um ônus excessivo para o próprio investidor, pois é de se esperar que os Administradores repassem (em todo ou ao menos em parte) o incremento das respectivas despesas que incorrerão para cumprir com tais novas regras. Além disso, as regras propostas não preveem uma gradação de exigências a que o Administrador se

sujeitará em função do volume de recursos que administra e/ou do número de clientes de suas carteiras ou, ainda, dos produtos que oferece ao mercado investidor.

Parece razoável que Administradores robustos (como grandes casas bancárias e outros grandes gestores), com diversidade de produtos oferecidos a diferentes tipos de investidores, se sujeitem a um grau maior de *disclosure*, com a prestação de informações segmentadas e claras (esses, aliás, são, na maioria das vezes, os Administradores que atraem pequenos e médios investidores, objeto de maior proteção pelo regulador), ao passo que as pequenas empresas sejam submetidas a um regime mais simplificado e menos oneroso. Isso se mostra importante porque, ao impor tal ônus a pequenas empresas (gestores de nichos, *family offices*), não somente o regulador tornará a competição com as grandes casas desigual - na medida em que estas podem, com maior facilidade, absorver tais custos incrementais, ao passo que aqueles teriam que reduzir consideravelmente suas margens -, como também desincentivará o surgimento de novos gestores, algo que nos parece importante para o desenvolvimento do mercado.

Finalmente, informações públicas detalhadas sobre receita e remuneração dos pequenos Administradores os sujeitarão, assim como a seus executivos e controladores, a uma exposição não necessariamente salutar no ambiente de insegurança social vigente em nosso País.

Nesse sentido, nossa sugestão é de que sejam estabelecidos critérios para a aplicação ou não aplicação de determinadas exigências em função do porte do Administrador, especialmente em razão do volume de recursos financeiros sob sua gestão, do número de carteiras/produtos oferecidos ou geridos e do número de clientes ativos.

Adicionalmente, é importante esclarecer qual será a atuação da Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capital - ANBIMA na análise dos pedidos de autorização para a atividades de administração de carteiras de valores mobiliários e eventual fiscalização. Se houver participação da ANBIMA, sugerimos que isso conste expressamente no texto da nova Instrução.

Isto posto, passamos a seguir a tecer nossos comentários aos Artigos da Minuta, de acordo com seus Capítulos.

2. Capítulo I – Definição

O Artigo 1º da Minuta estabelece que:

“Art. 1º A administração de carteiras de valores mobiliários é o exercício profissional de atividades relacionadas, direta ou indiretamente, ao funcionamento, à manutenção e à gestão de uma carteira de valores mobiliários, incluindo a aplicação de recursos financeiros no mercado de valores mobiliários por conta do investidor.

Parágrafo único. Esta Instrução aplica-se a todo administrador e gestor de fundo de investimento, observada a exceção prevista na norma específica de fundo de investimento imobiliário.”

De acordo com a redação do referido Artigo, a atividade de gestão de carteira de valores mobiliários estaria incluída na definição da atividade de administração de carteiras de valores mobiliários.

Entendemos que seria oportuno esclarecer as diferenças entre as atividades de administração e de gestão de carteiras de valores mobiliários, que parecem se confundir no *caput* do art. 1º.

3. Capítulo II – Requisitos para o Registro

Em relação ao Capítulo II da Minuta, temos comentários aos seguintes Artigos:

a) *Autorizações concedidas a grupos de ativos financeiros indicados no pedido de autorização*

O Artigo 3º da Minuta determina que:

“Art. 3º As autorizações concedidas a partir da data de entrada em vigor desta Instrução para a atividade de administração de carteiras de valores mobiliários podem ser limitadas aos grupos

de ativos financeiros indicados no pedido de autorização, nos termos desta Instrução.”

Sugerimos que conste expressamente na Instrução a possibilidade de extensão da autorização concedida a um Administrador para outros grupos de ativos financeiros, de acordo com a experiência de tal Administrador. Assim, por exemplo, um Administrador que possua autorização para a administração de carteiras de valores mobiliários relacionada a determinado grupo de ativo financeiro poderia ampliá-la até a totalidade dos grupos de ativos financeiros conforme a evolução de sua expertise.

b) Exame de certificação

O inciso III do Artigo 4º da Minuta estabelece um novo critério para fins de obtenção e manutenção da autorização pela CVM, qual seja, um exame de certificação. Nesse sentido, o referido Artigo dispõe que:

*“Art. 4º Para fins de obtenção e manutenção da autorização pela CVM, o administrador de carteiras de valores mobiliários, pessoa natural, deve atender os seguintes requisitos: (...);
III. ter sido aprovado em exame de certificação cuja metodologia e conteúdo tenham sido previamente aprovados pela CVM; (...).”*

Sugerimos que a CVM esclareça se os Administradores já credenciados (tanto pessoa natural quanto pessoa jurídica) estarão dispensados do exame de certificação referido no inciso III do Artigo 4º da Minuta. Em nosso entendimento, não seria adequado submeter Administradores já credenciados a novos exames.

Ainda, consideramos importante que seja esclarecido o significado do termo “manutenção” neste Artigo. Isso significaria, por exemplo, que o Administrador aprovado em exame de certificação deveria se submeter periodicamente a novos exames de certificação? Em caso positivo, é importante que os critérios sejam fixados na nova Instrução.

Entendemos que também é necessário esclarecer quais os critérios a serem utilizados no exame de certificação, se haverá diferentes certificações de acordo com o

grupo de ativos financeiros e se o(s) modelo(s) de exame estará(ão) disponível(is) quando da entrada em vigor da nova Instrução.

Por fim, conforme mencionado no item 3.1 do Edital, entendemos ser oportuno e conveniente que seja previsto um segmento específico de atuação relativo à indústria de *private equity* e *venture capital*. Embora entendamos que os fundamentos para se analisar ações de uma companhia aberta ou de uma companhia fechada sejam muito parecidos, o fato de os fundos de *private equity* e *venture capital* terem como característica principal a atuação ativa na gestão das companhias investidas, e tendo em vista o grande número de fundos (existentes e em gestação), nos parece esse um mercado relevante que careça de registros e critérios próprios.

c) Experiência Profissional

Nos termos do Artigo 4º, §1º, I da Minuta, o requerente que possuir no mínimo 8 (oito) anos de experiência em atividades relacionadas à gestão de carteiras de valores mobiliários poderá ser dispensado dos requisitos de graduação em curso superior e aprovação em exame de certificação, conforme a seguir:

“Art. 4º (...).

§ 1º A Superintendência de Relações com Investidores Institucionais - SIN pode, excepcionalmente, dispensar o atendimento aos requisitos previstos nos incisos II e III do caput deste artigo, desde que o requerente possua:

I. comprovada experiência profissional de, no mínimo, 8 (oito) anos em atividades diretamente relacionadas à gestão de carteiras de valores mobiliários; ou (...).”

A atual exigência é de 3 (três) anos de experiência e, assim, a exigência de 8 (oito) anos de experiência nos parece excessiva, pelo que sugerimos que seja alterada para 5 (cinco) anos.

Ressaltamos, mais uma vez, que é importante ficar claro se os Administradores já certificados estarão sujeitos ao exame de certificação referido no inciso III do Artigo 4º da Minuta.

d) Notório saber e elevada qualificação

Nos termos do Artigo 4º, §1º, II da Minuta, será dispensado dos requisitos previstos nos incisos II e III do Artigo 4º da Minuta o requerente que possuir notório saber e elevada qualificação para o exercício de administração de carteiras, *in verbis*:

“Art. 4º (...).

§ 1º A Superintendência de Relações com Investidores Institucionais - SIN pode, excepcionalmente, dispensar o atendimento aos requisitos previstos nos incisos II e III do caput deste artigo, desde que o requerente possua:

I. (...); ou

II. notório saber e elevada qualificação em área de conhecimento que o habilite para o exercício da atividade de administração de carteiras de valores mobiliários.”

Sugerimos que a CVM esclareça como será a avaliação dos critérios de notório saber e elevada qualificação referidos no Artigo 4º, §1º, II, da Minuta, bem como se tal avaliação será realizada de acordo com o grupo de ativos financeiros.

e) Diretor responsável pela implementação de regras

O Artigo 5º da Minuta determina que o Administrador, pessoa jurídica, atribua a responsabilidade pela implementação e cumprimento de regras, procedimentos e controles internos a um diretor estatutário (“Diretor de Compliance”), nos seguintes termos:

“Art. 5º Para fins de obtenção e manutenção da autorização pela CVM, o administrador de carteiras de valores mobiliários, pessoa jurídica, deve atender os seguintes requisitos: (...);

IV. atribuir a responsabilidade pela implementação e cumprimento de regras, procedimentos e controles internos e desta Instrução a um diretor estatutário; (...).

§ 3º O diretor responsável pela implementação e cumprimento de regras, procedimentos e controles internos e desta Instrução:

- I. *deve exercer sua função com independência; e*
- II. *não pode atuar em funções relacionadas à administração de carteiras de valores mobiliários ou à consultoria de valores mobiliários na instituição ou fora dela.”*

Sugerimos que a CVM esclareça o significado do termo “independência” no contexto do Art. 5º, §3º, I da Minuta. Qual seria o critério utilizado para avaliar se um diretor atua com independência?

Além disso, entendemos que a regra do referido Artigo é uma daquelas que pode ser excessivamente onerosa e desproporcional para Administradores de menor porte e estrutura operacional simplificada. Isso porque gestores com maior patrimônio possuem condições de nomear diversos Administradores, incluindo um Diretor de *Compliance* independente, mas esse não é necessariamente o caso de Administradores menores.

Sendo assim, sugerimos a exclusão da referida exigência para Administradores com patrimônio sob gestão reduzido e/ou número de clientes ou carteiras geridas inferior a um determinado patamar (conforme critério indicado na Seção 1 acima). Caso esse não seja o entendimento da CVM, sugerimos, alternativamente, que para tais Administradores qualquer diretor possa acumular a atividade de Diretor de *Compliance*.

f) Recursos computacionais

“Art. 5º Para fins de obtenção e manutenção da autorização pela CVM, o administrador de carteiras de valores mobiliários, pessoa jurídica, deve atender os seguintes requisitos: (...);

V. constituir e manter recursos humanos e computacionais adequados ao porte e à área de atuação da pessoa jurídica. (...).

§ 7º Os recursos computacionais previstos no inciso V do caput devem:

- I. *ser protegidos contra adulterações; e*
- II. *manter registros que permitam a realização de auditorias e inspeções.”*

Em nosso entendimento, as exigências dispostas no Artigo 5º, V e §7º da Minuta englobam conceitos muito amplos (“adequado”, “adulteração” e “registros que permitam a realização de auditorias e inspeções”). Assim, nossa sugestão é de que tais conceitos sejam esclarecidos de forma mais objetiva, de forma a tornar a redação menos suscetível a discussões e múltiplas interpretações. Alternativamente, caso não seja possível determinar critérios mais objetivos, a exigência poderia ser substituída por declaração do requerente pela qual atestaria que os recursos computacionais provêm segurança de dados e registros compatível com a atuação do mesmo. Além disso, consideramos que o fornecimento de informações sobre a estrutura de recursos computacionais, conforme item 8.7 do Anexo 15-II (Formulário de Referência Pessoa Jurídica), representa um ônus desnecessário aos Administradores menores. Nesse sentido, sugerimos que tais Administradores sejam dispensados da apresentação de tais informações, nos mesmos termos do Parágrafo Único do Artigo 15 da Minuta, que dispensa o Administrador, pessoa natural, que atue exclusivamente como preposto de administrador de carteiras de valores mobiliários que se organize sob a forma de pessoa jurídica, do envio periódico do formulário de referência de pessoa natural.

g) Impedimento de diretor

“Art. 6º Na hipótese de impedimento de qualquer dos diretores responsáveis pela administração de carteiras de valores mobiliários por prazo superior a 30 (trinta) dias, o substituto deve assumir a referida responsabilidade, devendo a CVM ser comunicada, por escrito, no prazo de 1 (um) dia útil a contar da sua ocorrência.

Parágrafo único. A substituição definitiva do diretor responsável fica sujeita à comunicação prévia à CVM e à sua manifestação acerca do atendimento aos requisitos previstos no art. 4º desta Instrução.”

Sugerimos que seja estabelecido um prazo máximo para a manifestação da CVM acerca do atendimento aos requisitos do Artigo 4º pelo substituto, com possibilidade de aprovação tácita caso a CVM não se manifeste dentro do prazo estipulado, uma vez que a substituição do diretor responsável pela administração de carteiras de valores mobiliários não pode onerar ou engessar as atividades do Administrador.

h) Prazo para análise de pedido de autorização

“Art. 8º A SIN tem 45 (quarenta e cinco) dias úteis para analisar o pedido, contados da data do protocolo, desde que o pedido venha acompanhado de todos os documentos necessários à concessão da autorização.

§ 1º Caso qualquer dos documentos necessários à concessão da autorização não seja protocolado com o pedido de registro, o prazo de que trata o caput será contado da data de protocolo do último documento que complete a instrução do pedido de autorização.”

O prazo de 45 (quarenta e cinco) dias úteis para a análise do pedido de autorização para o exercício da atividade de administração de carteiras de valores mobiliários parece muito delongado, sendo, inclusive, superior aos prazos estabelecidos pela Instrução CVM nº 400, de 29 de dezembro de 2003, conforme alterada, para concessão de registro de oferta pública de distribuição de valores mobiliários. Sugerimos, assim, que o prazo atual para análise, qual seja, 30 (trinta) dias, seja mantido.

4. Capítulo IV - Prestação de Informações

Em relação ao Capítulo IV, nossos comentários referem-se ao Artigo 14 da Minuta, que dispõe o seguinte:

“Art. 14. O administrador de carteiras de valores mobiliários, pessoa jurídica, deve manter página na rede mundial de computadores com as seguintes informações atualizadas:

I. formulário de referência, cujo conteúdo deve refletir o Anexo 15-II;

II. código de ética;

III. regras, procedimentos e descrição dos controles internos, elaborados para o cumprimento desta Instrução;

IV. política de gestão de risco; e

V. política de compra e venda de valores mobiliários por administradores, empregados e colaboradores.”

Consideramos que a inclusão e manutenção de todas as informações requeridas no inciso I do Artigo 14 da Minuta na página da rede mundial de computadores do Administrador representam o exemplo maior de ônus financeiro elevado e desproporcional ao Administrador, especialmente aquele que não seja uma grande instituição financeira.

Entendemos, adicionalmente, que as informações financeiras selecionadas (item 5 do Formulário de Referência) gerarão uma exposição desaconselhável aos Administradores menores e seus respectivos controladores e executivos, sem grandes vantagens para o investidor fundamentar sua decisão de investimento, que, na maioria das vezes, é investidor profissional e qualificado ou que tem relação de confiança com o Administrador independente.

Sugerimos, assim, um formulário reduzido para Administrador de menor porte (ou a eliminação desta exigência).

Por fim, sugerimos que a manutenção de tais informações em página de rede mundial do Administrador seja reconsiderada, tendo em vista que, em virtude do protocolo dessas informações juntamente com o pedido de registro, as mesmas já permaneceriam disponíveis no *site* da CVM.

5. Capítulo V – Regras de Conduta

Em relação às regras de conduta aplicáveis ao Administrador, sugerimos esclarecimentos aos seguintes pontos:

a) Documentação à disposição do cliente

“Art. 16. O administrador de carteiras de valores mobiliários deve: (...);

IV. manter atualizada, em perfeita ordem e à disposição do cliente, na forma e prazos estabelecidos em suas regras internas,

toda a documentação relativa às operações com valores mobiliários integrantes das carteiras sob sua administração; (...).”

Sugerimos que seja esclarecido que a apresentação de documentação ao cliente limita-se à carteira de que é condômino (ou seja, não deve receber informações das outras carteiras geridas pelo Administrador).

b) Empréstimos

*“Art. 17. É vedado ao administrador de carteiras de valores mobiliários: (...);
V. contrair ou efetuar empréstimos, salvo pelas hipóteses descritas no § 4º; (...).”*

Entendemos que a vedação à realização de empréstimos deve se referir a empréstimos em nome de clientes. Isso porque a redação proposta limita a atuação de Administradores pessoas naturais, que administram bens pessoais, bem como de Administradores pessoas jurídicas que realizam outras atividades.

Ademais, sugerimos que conste expressamente na redação do Artigo 17, V da Minuta uma ressalva às exceções previstas em regulamentação da CVM. Dessa forma, nossa sugestão de redação para o Artigo 17, V, é a seguinte:

*“Art. 17. É vedado ao administrador de carteiras de valores mobiliários: (...);
V. contrair ou efetuar empréstimos em nome de clientes, salvo pelas hipóteses descritas no § 4º e ressalvadas as exceções previstas em regulamentações da CVM; (...).”*

6. Capítulo VI – Regras, Procedimento e Controles Internos

Destacamos os seguintes pontos em relação aos Artigos do Capítulo V da Minuta.

a) Relatórios semestrais

“Art. 22. O diretor responsável pela implementação e cumprimento de regras, procedimentos e controles internos e desta Instrução deve encaminhar aos órgãos de administração do administrador de carteiras de valores mobiliários, até o último dia útil dos meses de janeiro e julho, relatório relativo ao semestre encerrado no mês imediatamente anterior à data de entrega, contendo:

I. as conclusões dos exames efetuados;

II. as recomendações a respeito de eventuais deficiências, com o estabelecimento de cronogramas de saneamento, quando for o caso; e

III. a manifestação do diretor responsável pela administração de carteiras de valores mobiliários a respeito das deficiências encontradas em verificações anteriores e das medidas planejadas, de acordo com cronograma específico, ou efetivamente adotadas para saná-las.

Parágrafo único. O relatório de que trata o caput deve ficar disponível para a CVM na sede do administrador de carteiras de valores mobiliários.”

Consideramos que o envio semestral dos relatórios referidos no Artigo 22 da Minuta representa um ônus tanto para a CVM quanto para o Administrador, que já é responsável pela manutenção dos controles internos de modo preventivo.

Desse modo, entendemos que ao Diretor de *Compliance* poderia ser atribuída a função de reportar à CVM qualquer problema eventualmente identificado. A obrigação de relatar à CVM só deveria existir quando algum problema fosse identificado e não semestralmente. Isso, em nossa opinião, seria suficiente para atender aos propósitos da CVM, pois vincularia o Diretor de *Compliance* a dar o *disclosure* do que foi verificado, bem como o responsabilizaria se não o fizesse por falta de controles internos.