

Assunto: Consulta de participante do mercado - definição de investidor qualificado nos termos das Instruções CVM nº 409/04 e 476/09 - Processo CVM nº RJ 2009-7903

Senhor Superintendente Geral,

1. Trata-se consulta, formulada pela Caixa Econômica Federal, quanto à melhor interpretação para o conceito de " *investidor qualificado*" definido no artigo 109 da Instrução CVM nº 409/04, em razão do disposto no recente artigo 4º da Instrução CVM nº 476/09.

2. Para relembrar, o conceito de investidor qualificado é hoje tratado pelo artigo 109 da Instrução CVM nº 409/04 nos seguintes termos:

Art. 109. Para efeito do disposto no artigo anterior, 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, de acordo com o Anexo I;

V - fundos de investimento destinados exclusivamente a investidores qualificados;

VI - administradores de carteira e consultores de valores mobiliários autorizados pela CVM, em relação a seus recursos próprios;

VII - regimes próprios de previdência social instituídos pela União, pelos Estados, pelo Distrito Federal ou por Municípios.

3. Em sua consulta, a Caixa pondera que a Instrução CVM nº 476/09 veio apresentar definição substancialmente distinta para os " *investidores qualificados*" daquela que até então se encontrava prevista na Instrução CVM nº 409/04, nos termos de seu artigo 4º, I, que dispõe:

Art. 4º Para os fins desta Instrução, consideram-se investidores qualificados, os referidos no art. 109 da Instrução CVM nº 409, de 18 de agosto de 2004, observado que:

I - todos os fundos de investimento serão considerados investidores qualificados, mesmo que se destinem a investidores não-qualificados; e

II - as pessoas naturais e jurídicas mencionadas no inciso IV do art. 109 da Instrução CVM nº 409, de 2004, deverão subscrever ou adquirir, no âmbito da oferta, valores mobiliários no montante mínimo de R\$1.000.000,00 (um milhão de reais).

4. A consulente argumenta que, em seu entendimento, não teria a Instrução CVM nº 476/09 a intenção de estender aos fundos destinados ao varejo as prerrogativas típicas dos fundos destinados exclusivamente a investidores qualificados, como, por exemplo, "...prazo de pagamento de resgate diversos dos indicados na ICVM 409, alterações do limite por emissor, não confecção de prospectos" (em clara referência às permissões do artigo 110 da Instrução CVM nº 409/04), mas apenas de facultar, aos fundos de varejo, a liberdade na alocação de recursos admitida hoje na regulação aos fundos destinados exclusivamente a investidores qualificados.

5. Com essa ponderação, a consulente considera que essa interpretação afastaria:

... a antinomia entre tais normas, uniformizando as disposições e interpretações de ambas, proporcionando ao artigo 109, V, da ICVM 409 extensão coerente com a natureza dos fundos de investimento, excluindo o perigoso regime de exceções estabelecido em normas diversas e esparsas.

6. Preliminarmente, no entender desta área técnica, é fato que o artigo 4º, I, da Instrução CVM nº 476/09 é taxativo e expresso ao definir, como investidores qualificados, " *todos os fundos de investimento... mesmo que se destinem a investidores não-qualificados* ".

7. Entretanto, considerando o teor da consulta apresentada, é que surgiu a dúvida para esta área técnica sobre qual seria o tratamento pretendido pela nova Instrução de distribuições com esforços restritos para os fundos destinados a investidores não-qualificados ("fundos de varejo").

8. Analisando a consulta efetuada, não parece razoável crer que a referida norma tenha tido por objetivo – como alegou o consulente – conferir uma nova abordagem para os investidores qualificados apenas para certos efeitos (no caso, para fins de alocação dos recursos), pois não há nada naquela instrução, ou mesmo numa leitura conjunta dela com a Instrução CVM nº 409/04, que indique algo nesse sentido.

9. Por outro lado, também não seria correta, no ver da SIN, uma interpretação no sentido de que a Instrução CVM nº 476/09 teria simplesmente passado a permitir aos fundos de varejo investir como se fossem fundos para investidores qualificados.

10. Isso porque uma abordagem como essa abriria a esses fundos uma possibilidade de aquisição de ativos nas distribuições com esforços restritos que tornaria inócuas algumas das distinções, hoje estabelecidas pela Instrução CVM nº 409/04, entre os fundos de varejo e aqueles destinados a investidores qualificados em termos de limites de alocação de ativos, descaracterizando toda a segregação construída naquela norma entre esses dois públicos alvos.

11. Entre as possíveis aplicações desta interpretação, podemos citar a eventual possibilidade de fundos de investimento destinados a investidores não-qualificados poderem adquirir, no âmbito de uma distribuição regulada pela Instrução CVM nº 476/09, cotas de FIDC, que se, de outro modo, fossem distribuídas na forma da Instrução CVM nº 400/03, não poderiam ser adquiridas por tais fundos, tendo em vista a interpretação combinada dos arts. 109, inciso V, da Instrução CVM nº 409/04 e art. 3º, inciso II, da Instrução nº 356/01.

Art. 3º Os fundos regulados por esta instrução terão as seguintes características:

(...)

II – somente poderão receber aplicações, bem como ter cotas negociadas no mercado secundário, quando o subscritor ou o adquirente das cotas for investidor qualificado;

12. Do mesmo modo, tal interpretação levaria a que se considerasse a duplicação dos limites de aplicação para os ativos adquiridos no âmbito de uma distribuição com esforços restritos, estabelecidos no art. 87, inciso I, da Instrução CVM nº 409/04, tendo em vista o disposto no art. 110-A, da mesma Instrução.

Art. 110-A. Sem prejuízo do disposto no art. 98, o limite estabelecido no inciso I do art. 87 será computado em dobro nos fundos de investimento de que trata este Capítulo.

13. É necessário notar, ainda, que essa nova possibilidade se mostraria aplicável justamente na hipótese de distribuições menos reguladas, como são as de esforços restritos. Assim, sob uma interpretação como essa, admitiríamos uma assimetria na qual, em distribuições com esforços restritos, seriam permitidos investimentos aos fundos de varejo que lhes seriam vedados em distribuições mais reguladas como as públicas, com maior disponibilidade de informação para a tomada de decisão pelo investidor.

14. Aliás, a própria redação do artigo 4º, I, da Instrução CVM 476/09, ao citar que aqueles dispositivos se aplicam " *Para os fins desta Instrução*", parece deixar claro o alcance daquele conceito, delimitando os seus efeitos à própria norma em que se insere, sem que pretendesse se estender sobre outras – como a Instrução CVM nº 409/04 – com o objetivo de revogá-las.

15. Além de todo o exposto, também não parece à área técnica que a Instrução CVM nº 476/09, com o escopo específico que possui, tenha tido por intenção regular em novos termos um tema tão complexo e distinto como o que seriam investidores de varejo ou qualificados, algo que não poderíamos negar se tivesse sido feito, por exemplo, através de alterações na própria Instrução CVM nº 409/04.

16. Assim, diante de todo esse contexto, a princípio esta Superintendência crê que a melhor interpretação do artigo 4º, I, da Instrução CVM nº 476/09 seria no sentido de que os fundos de varejo devem ser considerados investidores qualificados para os fins exclusivos, por exemplo, do enquadramento aos limites previstos nos antecedentes artigos 2º e 3º daquela Instrução, conforme:

Art. 2º As ofertas públicas distribuídas com esforços restritos deverão ser destinadas exclusivamente a investidores qualificados e intermediadas por integrantes do sistema de distribuição de valores mobiliários.

...

Art. 3º Nas ofertas públicas distribuídas com esforços restritos:

I – será permitida a procura de, no máximo, 50 (cinquenta) investidores qualificados; e

II – os valores mobiliários ofertados deverão ser subscritos ou adquiridos por, no máximo, 20 (vinte) investidores qualificados.

17. Ou seja, aos fundos de varejo seria admitido o investimento em distribuições públicas com esforços restritos, mas sempre desde que respeitados todos os limites de alocação, exposição, concentração e diversificação que lhe são próprios, conforme estabelecidos pela Instrução CVM nº 409/04, inclusive para cotas de FIDCs e FICFIDCs, como aventado pelo consultante, norma essa que, assim, permaneceria vigente em seu inteiro teor no que tange à matéria.

18. Em razão do exposto, é que se encaminha a presente consulta ao Colegiado, para apreciação da (1) possibilidade ou não para que fundos de investimento destinados ao varejo, como regulados pela Instrução CVM nº 409/04, apliquem em cotas de FIDCs e FICFIDCs; e ainda, sobre (2) a melhor interpretação para o conceito de investidores qualificados previsto nas Instruções CVM nº 409/04 e 476/09.

19. Finalmente, em se considerando a relevância do tema, que envolve a interpretação conjunta de várias normas da CVM, sugerimos que o presente Processo seja encaminhado para a relatoria de um dos membros do Colegiado.

Atenciosamente,

Francisco José Bastos Santos

Superintendente de Relações com Investidores Institucionais