

Interessados: Caixa Econômica Federal

ANBIMA

Assunto: Conceito de investidor qualificado

Diretor Relator: Marcos Barbosa Pinto

Razões de Voto

1. Trago à consideração do colegiado pedido de reconsideração formulado pela Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiros e de Capitais ("Anbima") em relação à decisão tomada pelo colegiado em reunião de 15 de dezembro de 2009.
2. Em sua consulta, a Caixa Econômica Federal ("Caixa") pretendia que o conceito de "investidor qualificado" adotado pela Instrução CVM nº 476, de 16 de janeiro de 2009, fosse também utilizado para interpretar as normas de composição de carteira de fundos de investimento editadas pela CVM.
3. É que o conceito previsto na Instrução CVM nº 476, de 2009, que trata de ofertas públicas de esforços restritos, é mais amplo, em pelo menos um aspecto, que o conceito previsto na Instrução CVM nº 409, de 18 de agosto de 2004, que trata dos fundos de investimento, como se pode perceber abaixo:
Instrução CVM nº 409, de 2004:
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.
Instrução CVM nº 476, de 2009:
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. Lendo esses dispositivos, percebe-se que, segundo a Instrução nº 409, de 2004, os fundos de investimento só são investidores qualificados quando forem destinados exclusivamente a outros investidores qualificados. Mas, para os fins da Instrução nº 476, de 2009, qualquer fundo de investimento é considerado investidor qualificado.
5. O que a Caixa queria era que esse conceito mais amplo da Instrução nº 476, de 2009, fosse também utilizado na interpretação da regulação de fundos de investimento. Deste modo, restaria bastante alargado o leque de ativos nos quais os fundos de investimento de varejo poderiam investir.
6. Em especial, a Caixa pretendia que o conceito da Instrução nº 476, de 2009, fosse utilizado para interpretar o art. 3º, inciso II, da Instrução nº 356, de 17 de dezembro de 2001, que restringe a aplicação em quotas de fundos de investimento em direitos creditórios ("FIDC") e fundos de investimento em quotas de FIDC ("FICFIDC") a investidores qualificados.
7. Transcrevo o dispositivo em questão:
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.
8. Essa interpretação extensiva da Instrução nº 476, de 2009, foi rejeitada de pronto por este colegiado em 15 de dezembro de 2009. Afinal, o conceito de investidor qualificado previsto na Instrução CVM nº 409, de 2004, ainda está em vigor; a Instrução nº 476, de 2009, não o revogou, nem explícita, nem implicitamente.
9. Além disso, a Instrução nº 476, de 2009, regula matéria bastante distinta da Instrução nº 409, de 2004; ofertas públicas, num caso; fundos de investimento, no outro. Justamente por isso, a Instrução CVM nº 476, de 2009, deixa claro que o conceito de "investidor qualificado" nela previsto se aplica apenas às matérias nela tratadas, como se pode perceber na transcrição abaixo:
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: (...)
10. Reforçando esse entendimento, a própria Instrução nº 356, de 2001, faz referência ao conceito de investidor qualificado previsto nas normas de

fundos de investimento, impedindo a utilização do conceito da Instrução nº 476, de 2009, que trata de assunto bastante distinto. Eis o conceito de investidor qualificado previsto no art. 2º, inciso VIII, daquela instrução:

Art. 2º Para efeito do disposto nesta instrução, considera-se:

(...)

VIII – investidor qualificado: é aquele definido como tal pela regulamentação editada pela CVM relativamente aos fundos de investimento em títulos e valores mobiliários;

11. Em vista de tudo isso, concluímos em 15 de dezembro de 2009 que a Instrução nº 476, de 2009, não substituiu o conceito de "investidor qualificado" previsto na Instrução CVM nº 409, de 2004, que continua válido e aplicável no âmbito da regulamentação de fundos de investimento, inclusive para os fins da Instrução nº 356, de 2001, que trata dos FIDC e FICFIDC.
12. Essa conclusão me parece correta e o raciocínio que a embasou não merece reparos. O problema é que demos um passo além, contra o qual acertadamente se insurge a Anbima. Esse passo em falso ficou refletido no último período do último parágrafo da ata da reunião do colegiado de 15 de dezembro de 2009, grifado abaixo:

No entanto, para todos os demais efeitos, inclusive quanto às regras de alocação de recursos dos fundos de investimento, prevalece a definição de investidor qualificado estabelecida no art. 109 da Instrução 409/04. Desse modo, os fundos de investimento que não sejam voltados exclusivamente a investidores qualificados não estão autorizados a adquirir ativos destinados exclusivamente a investidores qualificados, ainda que sejam valores mobiliários distribuídos no âmbito de ofertas públicas de esforços restritos. Em decorrência disso, tais fundos não estão autorizados a adquirir, no âmbito de uma oferta pública de esforços restritos, cotas de FIDCs ou FICFIDCs.

13. O trecho grifado está equivocado, não porque a Instrução CVM nº 476, de 2009, tenha autorizado fundos de varejo a adquirir quotas de FIDC e FICFIDC, mas porque, muito antes dessa instrução, já lhes era permitido fazê-lo. E a própria CVM já havia se manifestado nesse sentido, em correspondência emitida pela própria superintendência de relações com investidores institucionais datada de 14 de janeiro de 2005.
14. Muito embora o art. 3º, inciso II, da Instrução nº 356, de 2001, já transcrito acima, proíba a aquisição de quotas de FIDC e FICFIDC por investidores não-qualificados, a Instrução CVM nº 409, de 2004, que lhe é posterior, permite expressamente que os fundos de investimento adquiram quotas de FIDC e FICFIDC, desde que respeitado o limite de 20% de seu patrimônio líquido.

15. É o que dispõe o art. 87, I, "d" e "e" da Instrução nº 409, de 2004:

Art. 87. Cumulativamente aos limites por emissor, o fundo observará os seguintes limites de concentração por modalidades de ativo financeiro, sem prejuízo das normas aplicáveis à sua classe (art. 92).

I – até 20% (vinte por cento) do patrimônio líquido do fundo, para o conjunto dos seguintes ativos:

(...)

d) cotas de Fundos de Investimento em Direitos Creditórios – FIDC;

e) cotas de Fundos de Investimento em Fundos de Investimento em Direitos Creditórios – FIC-FIDC.

16. À primeira vista, pode-se pensar que esse dispositivo apenas estabeleceu um limite para a aquisição de quotas FIDC e FICFIDC por fundos de investimento que, no regime da Instrução nº 356, de 2001, já pudessem adquirir esses papéis, ou seja, fundos destinados apenas a investidores qualificados. Foi isso o que pensei quando decidimos a consulta da Caixa em 15 de dezembro de 2009.
17. Porém, esse raciocínio não sobrevive a uma análise mais detida da Instrução nº 409, de 2004, em especial do art. 110-A, que trata especificamente dos fundos para investidores qualificados, conforme segue:

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.

18. Esse dispositivo deixa claro que o disposto no art. 87, I, "d" e "e" não se aplica apenas aos fundos destinados a investidores qualificados. Na verdade, o art. 110-A prevê que o limite de 20% previsto no art. 87, I, "d" e "e", deve ser computado em dobro quando estivermos diante de tais fundos. Se o 87, I, "d" e "e", só fosse aplicável a fundos para investidores qualificados, o art. 110-A não faria sentido algum.
19. Esse entendimento é reforçado quando analisamos as normas que regulam a composição da carteira dos fundos de investimento em quotas ("FIC"), cujos trechos relevantes estão transcritos e destacados abaixo:

Art. 112. O fundo de investimento em cotas de fundos de investimento deverá manter, no mínimo, 95% (noventa e cinco por cento) de seu patrimônio investido em cotas de fundos de investimento de uma mesma classe, exceto os fundos de investimento em cotas classificados como "Multimercado", que podem investir em cotas de fundos de classes distintas.

(...)

§4º Ficam vedadas as aplicações em cotas de:

(...)

III – Fundos de Investimento em Direitos Creditórios

(...)

§5º Os fundos de investimento em cotas classificados como "Renda Fixa" e "Multimercado" podem investir, até o limite de 20% do patrimônio líquido, em cotas de fundo de investimento imobiliário, de fundos de investimento em direitos creditórios e de fundos de investimento em cotas de fundos de investimento em direitos creditórios desde que previsto em seus regulamentos.

§6º Os fundos de investimento em cotas classificados de acordo com o art. 111-A e os fundos de investimento em cotas classificados como "Multimercados", desde que destinados exclusivamente a investidores qualificados, poderão adquirir cotas de Fundos Mútuos de Investimento em Empresas Emergentes, Fundos de Investimento Imobiliário, Fundos de Investimento em Participações, Fundos de Investimento em Direitos Creditórios e Fundos de Investimento em Cotas de Fundos de Investimento em Direitos Creditórios nos limites previstos nos seus regulamentos

e prospectos, se houver.

20. Como se vê, o §5º do art. 112 autoriza expressamente algumas modalidades de FIC a investir até 20% do seu patrimônio líquido em quotas de FIDC e FICFIDC. E o §6º do mesmo artigo não deixa dúvida de que esse dispositivo se aplica aos FICs de varejo, pois os FICs destinados a investidores qualificados podem adquirir quotas de FIDC e FICFIDC sem qualquer restrição.
21. Em vista disso, não me resta dúvida de que a Instrução nº 409, de 2004, que é posterior à Instrução nº 356, de 2001, permitiu expressamente que os fundos de investimento por ela regidos adquirissem quotas de FIDC e FICFIDC, fixando inclusive os limites de exposição dos fundos a esses ativos.
22. Desta forma, voto pelo deferimento do pedido da Anbima e proponho a revisão de nossa decisão de 15 de dezembro de 2009, de modo a deixar claro que os fundos regidos pela Instrução nº 409, de 2004, podem adquirir quotas de FIDC e FICFIDC, desde que observem, é claro, os limites previstos naquela instrução.

Rio de Janeiro, 16 de março de 2010.

Marcos Barbosa Pinto