

Assunto: Consulta sobre Limite de Exposição de Fundos de Investimento – Processo CVM nº RJ-2012-2581

Senhor Superintendente,

Trata de consulta em tese, encaminhada por BTG Pactual Serviços Financeiros S/A DTVM, na qualidade de administrador de carteira de fundos de investimento, acerca do entendimento desta CVM com relação ao cálculo do limite de exposição por modalidade de ativo financeiro, conforme estabelecido no art. 87 da Instrução CVM nº 409/04 (Instrução 409), bem como sobre o tratamento que deve ser concedido às aplicações em cotas de fundos de investimento estrangeiros.

Da Manifestação do Consultente

O art. 87 da Instrução 409, que trata dos limites por modalidade de ativo financeiro, aborda apenas as cotas de fundos de investimento registrados com base na Instrução 409, além de outros fundos de investimento registrados com base em regulamentações específicas, não mencionando fundos de investimento sediados no exterior, cuja constituição e registro estão sujeitos a regras e legislações emitidas pelos reguladores de cada localidade.

A aplicação em ativos no exterior, ainda que sejam cotas de fundos de investimento, deve ser considerada somente para verificação do limite estabelecido no art. 97, §1º, da Instrução 409, que trata dos investimentos no exterior por parte dos fundos multimercado:

Art. 97 Os fundos classificados como "Multimercados" devem possuir políticas de investimento que envolvam vários fatores de risco, sem o compromisso de concentração em nenhum fator em especial ou em fatores diferentes das demais classes previstas no art. 92.

§ 1º O regulamento dos fundos de que trata este art. poderá autorizar a aplicação em ativos financeiros no exterior, no limite de 20% (vinte por cento) de seu patrimônio líquido, observado o disposto nos §§2º a 4º do art. 85.

O consultente alega que seu entendimento foi "*alinhado com outros players do mercado*", sem, contudo, comprovar tal alinhamento com documentos acostados a sua manifestação.

Do Entendimento da GIF

Hermenêutica

O §5º do art. 2º da Instrução 409 admite a aplicação de fundos de investimento em ativos financeiros negociados no exterior, "*nos casos e nos limites admitidos nesta Instrução*" (grifo nosso). No dispositivo em tela não resta expressamente definido do que se tratam tais limites; se os mesmos referem-se somente aos limites de exposição estabelecidos no art. 85, §1º, da norma ou se também são referentes aos limites de exposição por emissor e por ativo, dispostos em seus arts. 86 e 87.

Uma interpretação literal da Instrução CVM nº 409/04, notadamente de seu art. 85, § 2º ("*as aplicações em ativos no exterior, serão consideradas, cumulativamente, no cálculo dos correspondentes limites de concentração por emissor e por modalidade*") poderia dar a entender que os limites de exposição a ativos estrangeiros previstos no art. 85, §1º da norma seriam complementares aos limites de exposição por ativo e por emissor dispostos nos arts. 86 e 87 da Instrução.

Seguindo tal interpretação literal, a regra geral [\[1\]](#) seria no sentido de que as aplicações dos fundos de investimento brasileiros em ativos negociados do exterior estariam sujeitas a três limites: (i) 20% do PL; (ii) concentração por emissor; e (iii) concentração por ativo, observado que os fundos multimercado estão sujeitos a uma regra específica, disposta no §2º do art. 97 da Instrução, que prevê que a aquisição de cotas de fundos de investimento sediados no exterior não está sujeita à incidência de limites de concentração por emissor (art. 86).

Tal entendimento, contudo, além de parecer contrário à finalidade da norma, conforme adiante comentado, traz à tona um conflito, haja vista que, por exemplo, caso um fundo multimercado aplique 10% de seu PL em um fundo de renda fixa doméstico, mesmo que apenas gerenciando liquidez, o mesmo poderia aplicar somente 10% em um fundo de investimento estrangeiro. Ou seja, no exemplo, ao preservarmos o limite de concentração por modalidade de ativo, não permitimos que o limite de 20% do PL disponível para aplicação em ativos no exterior seja utilizado em toda sua extensão.

Experiência da Supervisão

Conforme apurado por meio de supervisão temática sobre investimentos realizados no exterior por fundos de investimento, consubstanciada no MEMO/CVM/SIN/Nº 41/2011 (fls. 10 a 40), algumas questões pontuais têm inibido os fundos de aplicarem recursos no exterior.

O investimento direto no exterior tem sido penalizado pelas regras fiscais vigentes, que considera os valores cobrados de corretagem no exterior como importação de serviços, sujeitando a cobrança de ISS, PIS/ COFINS e IR.

A utilização direta de derivativos no exterior fica prejudicada pela mesma razão, havendo tributação sobre os recursos pagos pelo fundo nacional a título de ganho da contraparte estrangeira.

Assim sendo, as questões tributárias tem influenciado o direcionamento dos investimentos a fundos *offshore*, a maioria dos quais geridos pelos próprios administradores locais. Tal estrutura garante a aplicação dos padrões locais aos investimentos realizados no exterior, por meio da utilização dos manuais de marcação a mercado e liquidez aos ativos dos fundos *offshore*, mas, por outro lado, adiciona custos que diminuem a atratividade do investimento.

Esse modelo de investimento, por meio de fundos *offshore*, parece ser o padrão que irá se consolidar para as aplicações no exterior realizadas por fundos locais. Alguns administradores fiduciários, tais como a BNY Mellon e BEM DTVM, já contam com estruturas constituídas no exterior para dar suporte à constituição e operação de fundos *offshore*, oferecendo essa facilidade para os gestores locais.

Todavia, esse modelo de utilização de fundos *offshore* como veículos de investimento no exterior fica prejudicado pela aplicação do §2º do art. 85, já que o dispositivo, caso interpretado literalmente, faria com que a aplicação em fundos domésticos fosse somada ao investimento realizado no exterior por meio de fundos *offshore*, aplicando-se o limite de 20% do patrimônio líquido do fundo.

Cabe destacar, ainda, que sob o aspecto operacional, esta área técnica não possui o aparelhamento necessário para, se fosse o caso, supervisionar a observância dos fundos investidos em ativos estrangeiros aos limites de concentração por emissor ou ativo.

Em verdade, talvez nem mesmo seja possível fazê-lo, pois inexistente uma padronização universal para tipos de emissores e ativos, que nos permita

consolidar de modo seguro as posições detidas no Brasil com aquelas detidas no estrangeiro. Por exemplo: dentre as classes de ativos emissores, conforme previstas no art. 86 da Instrução 409, onde se encaixaria o Tesouro norte-americano, emissor dos *bonds*, que são ativos aptos ao investimento dos fundos brasileiros?

Jurisprudência

Em nossa pesquisa não localizamos jurisprudência firmada pelo COL sobre a matéria.

Conclusão

A interpretação utilizada pelo mercado e, até o presente momento, também aplicada por esta área técnica, é no sentido de tratar o investimento de fundos multimercado em cotas de fundos no exterior como modalidade à parte das demais expressamente previstas na Instrução 409, respeitando-se o limite de concentração estabelecido no §1º do art. 97, de 20% do patrimônio líquido do fundo em ativos negociados no exterior, não se confundindo, assim, tal limite com aqueles estabelecidos nos arts. 86 e 87 da Instrução 409, aplicáveis aos ativos domésticos.

Cabe destacar que a interpretação que esta área técnica tem concedido à matéria desde que o investimento no exterior foi inicialmente admitido (Instrução CVM nº 450/07), conforme acima referida, não é decorrente de uma liberalidade tomada por esta área técnica sobre as normas emanadas do Colegiado, mas sim decorrente do entendimento de que o termo *cumulativamente*, utilizado no art. 85, §2º, da Instrução 409, é referente às disposições normativas sobre hipóteses já prevenidas por outros dispositivos^[2], ou seja, que a norma dispõe que os limites de aplicação em ativos estrangeiros não prejudicam os limites de concentração para emissores e ativos.

Em última análise, entendemos que estamos preservando o fundamento material da regulação, que é permitir que até 20% do patrimônio líquido dos fundos multimercado seja efetivamente aplicado no exterior. Dessa forma, parece-nos que a aplicação de recursos no exterior por parte de fundos multimercado não está sujeita aos limites de concentração por ativo e por emissor.

Parece-nos oportuno colher a posição do COL sobre a matéria, não só para respondermos à consulta de maneira correta, como também para podermos adotar, na rotina da supervisão, as práticas mais adequadas.

Por fim, sugerimos o encaminhamento deste processo ao Colegiado, para que o mesmo, na qualidade de intérprete autêntico das normas emanadas desta Comissão, possa se manifestar a respeito da consulta, sugerindo, ainda, que relatemos a matéria, caso entenda-se conveniente.

Atenciosamente,

Claudio Gonçalves Maes
Gerente de Acompanhamento de Fundos

Ao SGE,

De acordo com a manifestação e a proposta da GIF.

FRANCISCO JOSÉ BASTOS SANTOS
Superintendente de Relações com Investidores Institucionais

[1] Há especificidades, como, por exemplo, a ausência de limites para as aplicações de fundos destinados a investidores "superqualificados", nos termos do art. 110-B, II, da Instrução 409.

[2] Dicionário Aurélio Eletrônico - <http://www.webdicionario.com/cumulativo>.