

São Paulo, 10 de julho de 2014.

Ref: Audiência Pública nº 04/2014.

Ilma. Sra.

Flávia Mouta Fernandes

Superintendente de Desenvolvimento de Mercado

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Senhora Superintendente,

Em referência ao Edital de Audiência Pública nº 04/2014 apresentando Minuta de Instrução sobre a constituição, a administração, o funcionamento e a divulgação de informações dos fundos de investimento, gostaríamos de apresentar os comentários e sugestões da CFA Society Brazil (“CFASB”).

Primeiramente, cumpre-nos elogiar a iniciativa da CVM de modernizar a regulamentação dos fundos de investimentos que representa segmento fundamental nos mercados financeiro e de capitais brasileiro.

Antes de apresentar nossos comentários e sugestões, gostaríamos de apresentar à CVM a forma como a CFASB conduziu o processo de análise internamente. É válido lembrar que não somos uma associação de classe mas uma entidade formada exclusivamente por indivíduos que são certificados como *Chartered Financial Analyst*, certificação de alto distinção no mercado financeiro global. Como um ponto em comum entre seus membros, está a defesa pela atuação ética e transparente dos profissionais do mercado financeiro, princípio este que procuramos pautar nossas análises e sugestões relacionadas a esta audiência.

Pela relevância deste assunto, a CFASB mobilizou sua comunidade na análise e elaboração de propostas. Assim, que publicada a audiência, o Advisory Board (organismo responsável pela área de representação da CFASB) organizou a formação de um grupo

de trabalho (“GT”) para coordenar o trabalho de análise das propostas. Um convite foi enviado aos 620 membros da Society e 20 pessoas se voluntariaram para participar. A primeira ação deste GT foi fazer uma análise completa de todas as propostas apresentadas pela CVM e também organizar um *survey* junto aos os membros da Society sobre as principais propostas apresentadas e quais seriam os tópicos mais relevantes em que o GT deveria focar seu trabalho. Cerca de 10% dos membros responderam à pesquisa e, com base nos pontos prioritários que os membros da Society apontaram, em conjunto com os membros do GT e do Advisory Board, desenvolvemos as propostas e sugestões que apresentamos a seguir (inserções em negrito).

1 – POLÍTICA DE DISTRIBUIÇÃO DE COTAS

Como já mencionado, a CFA Society tem, como um de seus princípios, a transparência total e irrestrita nas relações entre os agentes dos mercados financeiro e de capitais. Neste sentido, entendemos que as propostas apresentadas pela CVM representam um significativo avanço. Entendemos, contudo, que caberiam alguns pequenos acréscimos na redação para que não somente as situações onde há efetivamente o conflito de interesse mas também as situações onde exista potencial conflito de interesses sejam explicitadas não somente no formulário de informações complementares, conforme já previsto, mas também no termo de adesão e ciência de risco, em conjunto com os 5 principais fatores de riscos inerentes a composição da carteira do fundo (§ 1º do artigo 25), conforme proposta de redação abaixo para o inciso III, do parágrafo 4º do artigo 40:

Sugestão para o artigo 25:

Art. 25. Todo cotista ao ingressar no fundo deve atestar, mediante formalização de termo de adesão e ciência de risco, que:

...

*§ 1º O termo de adesão deve expor apenas os 5 (cinco) principais fatores de risco inerentes à composição da carteira do fundo **bem como um sumário dos principais conflitos de interesse na distribuição do fundo**, sendo que todo o documento deve ter no máximo 5.000 (cinco mil) caracteres e nos termos do art. 40, §5º.*

Sugestão para o artigo 40:

Art. 40. A divulgação de informações sobre o fundo deve ser abrangente, equitativa e simultânea para todos os cotistas, inclusive, mas não limitadamente, por meio da disponibilização dos seguintes materiais relacionados a cada fundo nas páginas do administrador e do distribuidor na rede mundial de computadores:

...

Parágrafo 4 - A política de distribuição de cotas referida no parágrafo 1, inciso XI, deve abranger pelo menos o seguinte:

...

*III - qualquer **situação** que indique a existência de **efetivo e/ou potencial** conflito de interesses no esforço de venda, **bem como, de forma objetiva, explicitar a natureza do conflito efetivo e/ou potencial e eventuais formas de mitigação do conflito.***

2 – NORMAS DE CONDUTA (“RECEBIMENTO DE REBATE”)

A Audiência Pública nº 4/2014 identifica como principais problemas trazidos pelo mecanismo de utilização de rebates o possível conflito de interesses que pode ocasionar um viés que privilegie a distribuição de fundos que paguem um rebate maior e a falta de transparência quanto ao real custo do fundo, uma vez que o recebimento de rebates normalmente reduz a remuneração paga diretamente pelo investidor final.

Esta é exatamente a mesma perspectiva dos *CFA Institute Code of Ethics and Standards of Professional Conduct*¹ (*Code and Standards*). Como forma de mitigação aos potenciais conflitos de interesses e falta de transparência, o *Code and Standards* propõe uma ampla divulgação de todo e qualquer tipo de rebate recebido. Na verdade, se vai além do rebate *strictu sensu* e se defende a divulgação de qualquer vantagem recebida pela recomendação de produtos e serviços.

A CFA Society concorda que a melhor forma de se tratar situações de conflito de interesse, potencial ou efetivo, é com a total transparência dos fatos aos agentes interessados, em consonância com o proposto pelo *Code and Standards*. Entende que

¹ Vide <http://www.cfapubs.org/doi/pdf/10.2469/ccb.v2010.n2.1> p. 167,

para investidores com menor grau de acesso aos mercados financeiros e de capitais, tal transparência pode não ser o suficiente, podendo-se neste caso, pensar em restrições adicionais.

Após avaliar os possíveis efeitos negativos da existência de rebates, a Audiência Pública nº 04/1014, prossegue distinguindo dois tipos de rebates: os pagos na distribuição por conta e ordem de fundos e os pagos na gestão de fundos de fundos. Muito embora reconheça que os problemas apontados estejam presentes nos dois casos, no que se refere à distribuição, haveria um conflito ainda maior, ocasionado pela onipresença no país de uma arquitetura fechada de distribuição. (...) *O principal “conflito” que ocorre em plataformas de distribuição fechada refere-se à oferta apenas de fundos geridos por empresas do mesmo conglomerado.*²(...) Uma vez que o conflito ocasionado pelo pagamento de rebates na distribuição seja secundário, não sendo, ao menos no momento, uma prioridade regulatória, a Audiência Pública nº 04/2014 prossegue propondo a proibição apenas dos rebates pagos na gestão de fundos de fundos.

Em nosso entendimento, porém, a indústria de fundos de investimento se desenvolveu, em grande parte, ancorada na prática de pagamento de remuneração à gestores de fundos de fundos que adquirem cotas de fundos geridos por outras gestoras não relacionadas. Cremos que esta prática ajudou a diversificar as opções de investimento e alocações dos fundos e de estimular e premiar os mandatos diferenciados de gestão.

Muitas vezes, a constituição de fundos de fundos, chamados fundos “multigestores” tem sido responsável pelo primeiro passo dos grandes distribuidores na direção de uma arquitetura mais aberta. É também prática comum nas áreas *private* dos bancos e nos *family offices* a criação de macrocarteiras de fundos encapsuladas dentro de fundos exclusivos. Estes fundos de fundos são também instrumentos de distribuição e não podem ser confundidos com os “fund of funds” clássicos que objetivam fundamentalmente a obtenção de melhor relação retorno-risco via seleção e diversificação. Assim, ao invés da proibição do pagamento do rebate na gestão de fundos de fundos e as possíveis consequências negativas em termos de concentração do mercado em decorrência disto, propomos que ao menos os gestores de fundos destinados a investidores qualificados e/ou profissionais possam receber rebates por suas alocações desde que tais

² Audiência Pública CVM nº 4/2014, p. 9.

recebimentos sejam amplamente divulgados nos instrumentos de divulgações de informações do fundo, presentes na Instrução. Segue abaixo nossa sugestão:

Art. 90. *O administrador e o gestor estão obrigados a adotar as seguintes normas de conduta:*

...

III – empregar, na defesa dos direitos do cotista, a diligência exigida pelas circunstâncias, praticando todos os atos necessários para assegurá-los, e adotando as medidas judiciais cabíveis.

§1º O administrador e o gestor devem transferir ao fundo qualquer benefício ou vantagem que possam alcançar em decorrência de sua condição.

§ 2º É vedado ao administrador, gestor ou partes a eles relacionadas o recebimento de qualquer remuneração, benefício ou vantagem, direta ou indiretamente por meio de partes relacionadas, que potencialmente prejudique a independência na atividade de gestão do fundo.

§ 3º *A vedação de que trata o §2º não incide sobre fundos de investimento em cotas de fundos de investimento que invistam mais de 95% (noventa e cinco por cento) de seu patrimônio em um único fundo de investimento ou sobre fundos de investimento destinados exclusivamente a investidores qualificados e/ou profissionais.*

§4º *Nos casos previstos no §3º, toda e qualquer remuneração, benefício ou vantagem obtida, direta ou indiretamente, pelo administrador, gestor ou partes a eles relacionadas deve ser informada ao cotista do fundo na lâmina de informações essenciais em conjunto com a taxa de administração do fundo e devem ser explicitadas em valores percentuais do patrimônio líquido total do fundo, de forma que fique devidamente evidenciadas as remunerações totais recebidas.*

3 – ATIVOS FINANCEIROS NO EXTERIOR

A possibilidade de um aumento no investimento em ativos financeiros no exterior é, no nosso entendimento, um dos principais avanços da Audiência Pública nº 4. Em nosso entendimento o documento apresenta uma série de propostas muito sólidas que permitiram que tal avanço se dê de forma adequada, em um ambiente regulatório semelhante ao que temos para os fundos que investem apenas em ativos domésticos.

Gostaríamos de centrar nossas propostas em dois aspectos, em que acreditamos caberem aperfeiçoamentos.

O primeiro diz respeito à transparência, para o investidor final, das carteiras dos ativos em que o fundo doméstico investe, com a consequente abertura das carteiras dos fundos constituídos no exterior que, eventualmente, sejam objeto deste investimento.

A CVM tem preconizado uma política de abertura total das carteiras dos fundos que a CFA Society do Brasil apoia integralmente. Acreditamos assim que todos os fundos constituídos no exterior em que haja investimentos por parte de fundos domésticos devem abrir suas carteiras. Avançaríamos, portanto, sobre o que a Audiência Pública nº 4 propõe, garantindo a disponibilização da carteira para todos os fundos investidos.

Ressaltamos, porém, que a forma e periodicidade da divulgação devem ser diversas do que é requerido para os fundos domésticos (mensal e através da página da CVM na internet). A obrigatoriedade de divulgação idêntica a dos fundos domésticos pode privilegiar jurisdições menos reguladas, que não tenham um requisito de “fair disclosure”, que obrigue os fundos a divulgar as mesmas informações para todos os seus investidores.

Pela legislação dos UCITS europeus, por exemplo, tal divulgação se dá semestralmente, quando da apresentação dos balanços semianuais. Assim sugerimos que o a norma deixe livre a forma de divulgação e estabeleça uma periodicidade máxima de seis meses para que esta se dê.

O segundo aspecto para o qual gostaríamos de contribuir, diz respeito aos limites de investimento em ativos no exterior.

A Audiência Pública nº 04/2014 propões a seguinte hierarquia de limites, de acordo com as características do investidor do fundo doméstico:

<u>Fundos voltados a investidores</u>	<u>Percentual de alocação no exterior</u>
Varejo	até 20%
Qualificados	até 40%
Profissionais	até 100%

Embora tenhamos avançado em relação à realidade anterior, acreditamos que ao fundo voltado ao investidor qualificado, deveria ser permitido o investimento de até 100% em fundos constituídos do exterior, conquanto estes cumprissem certos requisitos adicionais.

Este avanço proporcionaria a constituição de fundos espelho de fundos constituídos no exterior (estruturas master-feeder) e isso daria ao investidor qualificado:

- (1) Maior transparência, pois ele saberia exatamente em que fundo constituído no exterior estaria investindo.
- (2) Maior facilidade para decidir quanto de seu portfolio total estaria destinado a ativos no exterior.

Entretanto, admitimos que esta possibilidade não seja aplicável a qualquer estrutura constituída no exterior. Há uma diversidade muito grande de produtos de realidades regulatórias. Assim, em nossa proposta, pretendemos criar filtros que mitiguem o risco que tal investimento se dê em jurisdições pouco reguladas ou em produtos inexpressivos.

Tais filtros são baseados nas provisões dos UCITS europeu e na legislação de investimentos no exterior dos fundos de pensão do Chile (legislações consolidadas e que entendemos servir de referência de melhor prática internacional). Assim, os investidores mais qualificados poderão acessar produtos de investimentos consolidados, através de fundos que possuem histórico e geridos por gestores tradicionais e bem estabelecidos no mercado internacional.

Em resumo, passaríamos a ter a seguinte hierarquia de limites:

<u>Fundos voltados a investidores</u>	<u>Percentual de alocação no exterior</u>
Varejo	até 20%
Qualificados (qualquer fundo)	até 40%
Qualificados (requisitos adicionais)	até 100%
Profissionais	até 100%

Seguem nossas sugestões:

Sugestão para o artigo 96:

Art. 96. *Os ativos financeiros referidos no art. 93 incluem os ativos financeiros no exterior, nos casos e nos limites admitidos nesta Instrução, desde que a possibilidade de sua aquisição esteja expressamente prevista em regulamento e:*

...

§ 2º *Os fundos de investimento constituídos no Brasil que investirem recursos junto a fundos ou outros veículos de investimento de natureza similar sediados no exterior, deverão **disponibilizar** informações sobre a **composição das** carteiras dos referidos veículos **na mesma periodicidade praticada pelo fundo investido, não sendo inferior 6 meses.***

§ 6º *O gestor do fundo que se utilize da faculdade disposta no Inciso VI do Art. 119, deverá, adicionalmente aos procedimentos previstos no parágrafo anterior, se assegurar de que o fundo investido:*

I – É registrado em país que possua regras quanto ao menos a:

(a) Tipos ativos e instrumentos que podem compor as carteiras dos fundos;

(b) Controles prudenciais de diversificação das carteiras por emissor e contraparte e quanto ao uso de derivativos;

(c) Limites de concentração de determinados ativos em relação a emissores de forma a evitar uma excessiva participação dos ativos detidos pelo fundo em relação ao total emitido;

(d) Informação aos investidores quanto às características do fundo, em especial no que se refere à sua política de investimento, carteira, despesas, taxas e procedimentos relativos à precificação de ativos;

(e) Funcionamento e registro de responsáveis pela atividade de gestão;

(f) Funcionamento de bolsas de valores, mercados de balcão e demais mercados em que os ativos e instrumentos componentes das carteiras dos fundos sejam distribuídos e/ou transacionados.

II – Possui um processo de gestão de risco que monitore o risco de cada posição e sua contribuição para o risco total.

III – É gerido por uma entidade que:

(a) possua políticas e procedimentos adequados ao desempenho de suas funções, inclusive no que se refere ao gerenciamento de conflitos ou potenciais conflitos de interesse, à segurança das informações confidenciais a que tenha acesso, a sua gestão operacional incluindo procedimentos contábeis, administrativos e de guarda de informações.

(b) possua, em conjunto com empresas ligadas, controladas ou sob controle comum, constituídas no Brasil ou exterior, pelo menos USD 10 bilhões em ativos sob gestão de recursos de terceiros e pelo menos cinco anos completos de operação na gestão de tal tipo de investimentos/estratégias de investimentos.

IV - presente em suas demonstrações contábeis, um valor mínimo em ativos equivalente a USD 100 milhões no momento do investimento.

Sugestão para o artigo 119:

Art. 119. *O fundo destinado exclusivamente a investidores qualificados, desde que previsto em seu regulamento, pode:*

...

VI - aplicar os seus recursos de forma ilimitada em fundos ou outros veículos de investimento de natureza similar sediados no exterior, desde que observe o disposto no parágrafo 6º do Art. 96.

4 – FUNDOS DE INVESTIMENTO NO EXTERIOR – ALINHAMENTO DE PRAZOS

A existência de fundos estrangeiros que não apresentam cálculo diário de cota acaba impactando o que prevê a regulação brasileira para fundos de investimento no exterior. Por exemplo, se o fundo no exterior calcula cota trimestralmente, como poderia o fundo brasileiro que aplica nele enviar o extrato e abrir a carteira mensalmente? Como poderia divulgar, em sua publicidade, a rentabilidade do último mês? Como o fundo investidor (no Brasil) vai fazer a marcação a mercado? Assim, a fim de manter a consistência entre divulgação e cálculo da cota, sugerimos não somente a divulgação mas também o cálculo da cota estejam alinhados com a periodicidade de cálculo de cota adotada pelo fundo que investem e que não ofereçam liquidez diária, sugerimos o que segue:

Art. 55. *O administrador do fundo está obrigado a:*

*I – **calcular e divulgar** o valor da cota e do patrimônio líquido do fundo aberto:*

a) diariamente; ou

b) para fundos que não ofereçam liquidez diária a seus cotistas, em periodicidade compatível com a liquidez do fundo, desde que expressamente previsto em seu regulamento;

5 – SUGESTÕES RELATIVAS A FUNDOS DESTINADOS À INVESTIDORES PROFISSIONAIS

A criação da categoria de “Investidor Profissional” e, conseqüentemente, de fundos destinados a esta categoria de investidor é, em nossa visão, um grande avanço em nossa regulamentação. Estes investidores são geralmente assessorados por empresas de investimento altamente especializadas (“*Family offices*”) ou divisões diferenciadas dentro do segmento de Private Banking. Além disso, tendem a possuir um grau mais alto de conhecimento do mercado financeiro que as demais categorias de investidores. Por conta disso, entendemos que existem dois pontos na norma que poderiam ser flexibilizados para os fundos destinados exclusivamente a esta categoria de investidores, que trazem custos menores a indústria e, ao mesmo tempo, traz práticas mais elevadas ao nosso mercado sem prejuízo do compliance destes fundos.

5.1 – Divulgação de Informações a Cotistas: sugerimos que o regulamento possa definir o que deve ser informado aos cotista e de que forma, como segue:

Art. 55. O administrador do fundo está obrigado a:

...

VI – O disposto nos incisos I, II, III, IV e V são dispensados de serem observados no caso de fundos destinados exclusivamente a investidores profissionais, desde que expressamente previsto no regulamento.

5.2 – Fechamento do Fundo a Novos Investimentos: sugerimos que o fundo destinado a investidores profissionais possa fechar investimentos para novos investidores (“*soft close*”), como segue:

Art. 19. É facultado ao administrador suspender, a qualquer momento, novas aplicações no fundo aberto, desde que tal suspensão se aplique indistintamente a novos investidores e cotistas atuais.

§ 1º A suspensão do recebimento de novas aplicações em um dia não impede a reabertura posterior do fundo para aplicações.

§ 2º O administrador deve comunicar imediatamente aos distribuidores sobre a eventual existência de fundos que não estejam admitindo captação.

§ 3º No caso de fundos destinados exclusivamente a investidores profissionais, a suspensão de novas aplicações pode ser aplicada apenas para novos investidores.

7 – REMUNERAÇÕES DO CONSELHO CONSULTIVO E COMITÊ TÉCNICO

O artigo 82 possibilita a criação de um Conselho Consultivo e/ou de um Comitê Técnico cujos integrantes podem ser remunerados às expensas do fundo. Entendemos que esta remuneração só faz sentido se os membros de tais comitês forem consultores de investimentos devidamente registrados na CVM, à luz do artigo. 76, §2º inciso II, proposta na minuta de Instrução. Assim, neste caso, propomos a seguinte redação para o artigo 82:

Art. 82. Sem prejuízo das responsabilidades de cada um dos prestadores de serviços de administração do fundo, podem ser constituídos, por iniciativa dos cotistas, do administrador ou do gestor, conselhos consultivos, comitês técnicos ou de investimentos.

§4º. Os membros do conselho ou comitê não podem ser remunerados a expensas do fundo, exceto quando se tratar de consultor de investimentos devidamente registrado na CVM, em conformidade com o previsto no § 2 do art. 76 e desde que o comitê ou conselho seja constituído por iniciativa do administrador ou do gestor.

7 – TAXA DE PERFORMANCE

A CFA Society está de acordo com as metodologias pela CVM para o cálculo da taxa de performance. Entendemos, no entanto, que deveria ser prevista na regulamentação a

possibilidade de se zerar o histórico de rentabilidade do fundo quando houver alteração do gestor do fundo e desde que o novo gestor não pertença ao mesmo conglomerado econômico do gestor anterior. Esta alteração permitirá, a nosso ver, o incentivo a concorrência entre gestores em benefício dos investidores. Segue nossa sugestão:

Alteração no artigo 84:

Art. 84. *O regulamento pode estabelecer a cobrança da taxa de performance, ressalvada a vedação de que trata o art. 104, parágrafo único, inciso III.*

...

§ 3º *Para fins do cálculo da taxa de performance, **salvo nos casos de alteração de gestor e desde que o gestor atual e o anterior não pertençam ao mesmo grupo econômico**, o valor da cota do fundo no momento de apuração do resultado deve ser comparado:*

I – ao valor da cota base atualizado pelo índice de referência do período transcorrido desde a última cobrança de taxa de performance; ou

II – ao valor da cota de aplicação do cotista atualizado pelo índice de referência, caso esta seja posterior à última cobrança de taxa de performance e o fundo faça a cobrança nos termos dos incisos II ou III do caput do art. 85.

...

Alteração no artigo 86:

Art. 86. *Desde que expressamente previsto em seus regulamentos ficam dispensados de observar:*

I – o disposto no §1º do art. 84, os fundos destinados exclusivamente a investidores qualificados; e

II – o disposto nos §§1º, 2º, 3º e 4º do art. 84, os fundos destinados exclusivamente a investidores profissionais.



Reiteramos que a CFA Society Brazil está à disposição da CVM para prestar esclarecimentos adicionais sobre estas sugestões que apresentamos bem como outros pontos que a CVM entenda pertinente.

Agradecemos mais uma vez a oportunidade de nos manifestarmos e contribuir para o desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro e renovamos nossos protestos de elevada estima e consideração.

Atenciosamente,

Sônia Villalobos, CFA
Presidente – CFA Society of Brazil

Marcos De Callis, CFA
Presidente do Conselho Consultivo
(“*Advisory Board*”)