

**Assunto:** Consulta sobre o entendimento do §1º, art. 91, da Instrução 409/04

**Interessado:** Bradesco Asset Management S.A. DTVM

**Relator:** Superintendência de Relações com Investidores Institucionais

#### Declaração de Voto do Presidente Marcelo Fernandez Trindade

1. Fazendo referência ao §1º do art. 91 da Instrução CVM 409/04, a Bradesco Asset Management S.A. DTVM consultou a CVM sobre se "o dispositivo se aplica para um Fundo de Dívida Externa que poderá comprar cotas de único Fundo de Dívida Externa em percentuais superiores a 10% ou se aplica aos Fundos de Investimento (Multimercados por exemplo) que poderiam adquirir mais de 10% de seu Patrimônio em um único Fundo de Dívida Externa ou a ambos os casos".

2. A referida norma consta da seção "Disposições Gerais" relativa às carteiras dos fundos de investimento disciplinados pela Instrução 409/04, e trata dos limites à aquisição de cotas de outros fundos de investimento. A atual redação do artigo é a seguinte:

*"Art. 91 - A aquisição de cotas de outros fundos de investimento pelos fundos de investimento regulados por esta Instrução será permitida nos seguintes casos:*

*I – a aquisição de cotas de fundos de investimento e de fundos de investimento em cotas de fundo de investimento pelos fundos de investimento em cotas regulamentados no Capítulo XIII, observado o disposto no § 4º do art. 112;*

*II – a aquisição de cotas de fundos de investimento imobiliário, fundo de investimento em direitos creditórios e fundos de investimento em cotas de fundos de investimento em direitos creditórios, até o limite de 10% de seu patrimônio líquido, pelos fundos de investimento e fundos de investimento em cotas classificados como "Renda Fixa" e "Multimercado", desde que previsto expressamente no regulamento e prospecto; e*

*III – a aquisição de cotas de fundos de investimento regulados por esta Instrução, até o limite, por cada fundo investido, de 10% do patrimônio líquido do fundo investidor, desde que previsto expressamente no regulamento e no prospecto.*

**§ 1º O limite previsto no inciso III deste artigo não se aplica aos fundos de investimento classificados como "Dívida Externa" .**

**§ 2º Ficam vedadas as aplicações em cotas de fundos que invistam no fundo investidor.**

**§ 3º Os fundos de investimento classificados como "Longo Prazo", conforme a definição constante do parágrafo único do art. 92, somente podem investir em cotas de fundos de investimento também classificados como "Longo Prazo".** (grifou-se)

3. Manifestando-se nos autos, a PFE entendeu que o §1º do artigo 91 proíbe que os fundos classificados como Dívida Externa ("FIEIX") comprem cotas de outro único fundo dessa mesma classificação em percentuais superiores a 10% de seu patrimônio líquido.

4. A mim me parece que o dispositivo estabelece justamente o contrário. Ao afastar (com a locução "não se aplica") o "limite previsto no inciso III", o §1º afastou exatamente "o limite" de aquisição, "por cada fundo investido, de 10% do patrimônio líquido do fundo investidor". Afastado o limite, vigora a regra geral de permissão da aquisição de cotas de fundo de investimento por outro fundo de investimento (possibilidade antes restrita ao fundos de cotas).

5. Na verdade, com o advento da Instrução 409/04 a única diferença entre os fundos de cotas e os fundos de investimento, quanto à possibilidade de aquisição de cotas de outros fundos, passou a ser exatamente a existência do limite de 10% "por cada fundo investido, de 10% do patrimônio líquido do fundo investidor". Tal limite não se aplica aos fundos de cotas (como se vê do inciso I do art. 91, e da realidade de nossa indústria, na qual os fundos de cotas detêm muito freqüentemente quase 100% de seu patrimônio em cotas de um único fundo de investimento), mas se aplica aos fundos de investimento, que portanto podem ter 100% de seu patrimônio em cotas de fundos (sem serem fundos de cotas), mas não podem ter mais de 10% desse mesmo patrimônio em um só fundo.

6. No caso dos FIEIX, contudo, a Instrução 409/04 (com a redação da Instrução 411/04) resolveu permitir, pelo afastamento do limite do inciso III do art. 91, que o fundo concentre até 100% de sua carteira em cotas de um mesmo outro fundo. O FIEIX, neste caso, não será um fundo de cotas, do ponto de vista de sua classificação, mas será beneficiado pela mesma liberdade de um fundo de cotas.

7. A razão dessa exceção parece ter sido o reconhecimento da pequena dispersão da indústria de fundos na modalidade FIEIX. Segundo o recente relatório divulgado pela CVM, havia, em 31/12/2005, 69 FIEIX registrados (dentre os 5.646 fundos de investimento), e seu patrimônio representava 0,3% do total da indústria (0,4%, se não forem considerados os fundos de cotas). Apenas 1.787, dentre os mais de 10 milhões de cotistas brasileiros, investem em FIEIX, e há somente 2 fundos dessa classe que se enquadram na categoria de varejo (segundo a classificação adotada no relatório), com 3% do patrimônio líquido daquela categoria.

8. Adicionalmente, parece-me que a permissão do §1º do art. 91 não causa qualquer risco, na medida em que a composição das carteiras do FIEIX é regulada de forma bastante estrita pelo art. 96 da Instrução.(1) Como as carteiras do FIEIX são necessária e intensamente concentradas em títulos de dívida externa, a aquisição de cotas de um fundo pelo outro não gera risco de distorção na carteira do fundo investidor, que será sempre composta, direta ou indiretamente, pelos ativos de dívida externa.

9. Quanto à possibilidade de que os Fundos Multimercado não destinados exclusivamente a investidores qualificados possam extrapolar o limite de 10% em aplicação de cotas de um mesmo FIEIX, cabe lembrar que o §1º do art. 91 não constava do texto original da Instrução 409, que impunha a limitação de 10% do inciso III a todos os fundos de investimento, nos termos ali previstos. Ao que parece o § 1º foi introduzido pela Instrução 411/04 exatamente para permitir a concentração por Fundos Multimercado em cotas de um mesmo FIEIX (sem prejuízo, naturalmente, da observância da política de investimento do fundo multimercado).(2)

10. Essa interpretação decorre da análise das sugestões do mercado após a edição da Instrução 409, que redundaram na Instrução 411, dentre as quais transcrevo as proposta abaixo, de autoria da Associação Nacional dos Bancos de Investimento - Anbid:

**"SUGESTÃO:**

- o Criar regra 'de exceção' ao limite de 10% de investimento por fundo investido (artigo 91, inciso III) no caso de compra de cotas de fundos classificados como Dívida Externa (exclusivos) por Fundos Multimercados. Nossa proposta é que os Fundos Multimercados possam investir até 100% de seu patrimônio em Fundo Dívida Externa Exclusivo, que seria 'dedicado' especificamente para esse fim;

**JUSTIFICATIVAS:**

- o É comum a compra de cotas de Fundos Dívida Externa por Fundos Multimercados, como instrumento para montagem de posições no exterior. Porém, o limite máximo de 10% estabelecido, acaba obrigando o administrador a abrir diversos Fundos Dívida Externa exclusivos (os atuais FLEX) caso queira alocar mais do que 10% em ativos brasileiros no exterior;
- o A criação de fundos exclusivos dedicados a essa natureza reduziria o custo para os cotistas e também geraria maior transparência (não seria necessário utilizar o artifício de criar, no limite, 10 fundos Dívida Externa por Fundo Multimercado);
- o A criação de 'regra específica' para esses fundos, deixaria claro que são fundos 'dedicados'. Esta segregação aumentaria a transparência e facilitaria o controle dos investimentos dos fundos multimercados no exterior".

11. Parece-me, contudo, que a redação do § 1º do art. 91 terminou não refletindo com clareza a autorização pretendida, redundando na dúvida expressa na consulta, e mesmo nas opiniões manifestadas neste processo. Assim, sugiro que, no bojo da revisão da Instrução 409/04, ora em curso, se inclua a revisão da redação do referido § 1º, que passaria a fazer expressa referência aos Fundos Multimercado, em termos semelhantes aos seguintes:

*"§ 1º O limite de concentração previsto no inciso III deste artigo não se aplica à aquisição de cotas de fundos de investimento classificados como "Dívida Externa" por fundos dessa mesma classe, ou por fundos de investimento classificados como "Multimercado".*

É como voto.

Rio de Janeiro, 30 de maio de 2006.

Marcelo Fernandez Trindade

Presidente

[\(1\)](#) O art. 96: (a) exige que no mínimo 80% de seu patrimônio líquido esteja aplicado em títulos representativos da dívida externa de responsabilidade da União (b) admite que até 20% de seu patrimônio líquido seja composto por títulos de crédito transacionados no mercado internacional (c) só permite que eventuais recursos remanescentes (desde que atendidos os requisitos de composição anteriores) possam ser direcionados à realização de operações em mercados organizados de derivativos, desde que para fins de "hedge" da carteira, ou que sejam mantidos em contas de depósito em nome do fundo.

[\(2\)](#) Os Fundos Multimercado devem possuir políticas de investimento próprias, que, no entanto, poderão envolver 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. A flexibilidade permitida à política de investimento desses fundos não se confunde, entretanto, com a falta de clareza, nem autoriza que se mimetize, por via do Multimercado, a estrutura de um fundo que seria elegível às demais classificações previstas no art. 92. Ainda que a política de investimento do Multimercado dê ampla autonomia ao administrador, essa autonomia e seus limites - o que inclui a ausência deles - devem estar expressas no regulamento.