

**CVM**  
**EDITAL DE AUDIÊNCIA PÚBLICA SDM No. 14**  
**de 22 de novembro de 2011**

**CONSIDERAÇÕES E SUGESTÕES**

**Ney Roberto Ottoni de Brito**

**Livre-Docente em Finanças – UFRJ**

**Prof. Titular de Finanças – UFRJ**

**Ph.D. Finanças – Stanford University**

**M.Sc. Engenharia de Produção – COPPE-UFRJ**

**Sócio da Ney O. Brito & Associados**

**23 de janeiro de 2012**

# EDITAL DE AUDIÊNCIA PÚBLICA SDM No. 14

## NEY O. BRITO

---

### I. CONSIDERAÇÕES INICIAIS

O mercado de investimentos no Brasil envolve quatro grandes grupos de participantes:

- Custodiantes e Controladores;
- Administradores de Investimentos;
- Gestores de Investimentos;
- Consultores de Investimentos.

O Edital de Audiência Pública discute a interface entre Custodiantes/Controladores e Administradores, adequadamente exigindo a segregação entre suas atividades. A regulação de custodiantes/controladores e consultores de investimentos não é discutida nesse Edital.

Este Edital propõe uma regulamentação de Administradores e Gestores de Investimento. Entretanto, não trata separadamente as atividades de Administração e de Gestão de Investimentos, apesar de reconhecer a existência das duas atividades ao referenciar “administradores” e “gestores” em diversos artigos e parágrafos.

Consideramos ser adequado distinguir as duas atividades na discussão de exigências adequadas a cada grupo. Por exemplo, parece adequado exigir atividades e relatórios de *compliance* de um Administrador de Investimentos, mas não parece adequado exigir diretamente tais atividades de um Gestor de Fundos de Investimento.

Também deve ser observado que algumas exigências devem ser idênticas para Administradores e Gestores. Por exemplo, as exigências de elevada qualificação técnica e reputação ilibada para obtenção e manutenção da autorização para operar no mercado devem ser idênticas.

Nas seções seguintes apresentamos nossos comentários sobre tópicos específicos do Edital em referência.

# EDITAL DE AUDIÊNCIA PÚBLICA SDM No. 14

## NEY O. BRITO

---

### II. PRESTAÇÃO DE SERVIÇOS DE CONSULTORIA

O Edital avança ao permitir a acumulação da prestação de serviços de gestão e de consultoria de investimentos para pessoas jurídicas. Entretanto, uma discussão adequada deste tópico envolve o correto entendimento da demanda de operações pelo mercado.

Um investidor institucional ou pessoa física Ultra High demanda inicialmente serviços de consultoria de análise de cenários da economia e mercados e recomendações de investimentos. Em uma segunda etapa o investidor decide – ou não – colocar sua carteira sob a gestão do consultor inicial. Ou seja, as duas atividades são umbilicalmente integradas e a segregação proposta pelo Edital pode não ser do melhor interesse do investidor e do mercado.

Outra maneira, puramente conceitual, de discutir o assunto seria partir da hipótese de perfeita segregação com diferentes Diretores responsáveis pela Gestão e pela Consultoria. No limite, eles teriam visões e recomendações diferentes, o que não faz sentido dentro da mesma empresa. Em síntese, recomendamos a eliminação da exigência de segregação entre as atividades de Consultoria e Gestão. A acumulação de atividades de consultoria deve ser restrita aos Gestores e ser permitida aos Administradores apenas quando eles também forem Gestores.

# EDITAL DE AUDIÊNCIA PÚBLICA SDM No. 14

## NEY O. BRITO

---

### III. EXIGÊNCIA DE DIRETORIA DE COMPLIANCE

O Edital também avança ao introduzir a necessidade de supervisão de Administradores de Investimentos em termos de *compliance* e de conflitos de interesse. Entretanto, o reconhecimento desta necessidade não é novidade.

A Deliberação CVM No. 205 de 14/11/1996 criou uma Comissão Consultiva sobre a regulação de instrumentos de investimento coletivo, integrada por participantes com reconhecida competência e experiência em mercado. Esta Comissão desenvolveu um Relatório específico com diversas proposições e muitas delas foram subsequentemente incorporadas a instruções da CVM.

Como membro daquela Comissão Consultiva, destaco que uma das proposições apresentadas foi a criação de uma Auditoria de Gestão de Fundos de Investimento, com responsabilidades que incluíam as propostas no Edital, além de outras adicionais. Entre as adicionais destacavam-se: avaliar procedimentos e controles da gestão, avaliar registros de transações e conflitos de interesse, avaliar metodologia de marcação a mercado, etc... Recomendamos à CVM resgatar a memória e as propostas da Comissão Consultiva.

A proposta da Comissão era exigir a Auditoria de Gestão, mas tornar opcional sua condução por Conselho Supervisor Interno do Administrador ou por Auditor de Gestão Externo, devidamente credenciado pela CVM. Esta opção parece relevante por permitir a especialização de Auditores de Gestão Externos – diferentes de Auditores Contábeis – com prováveis reduções de custos. Esta proposta com tal opção ainda nos parece superior à obrigatoriedade de uma estrutura interna.

De qualquer modo, a exigência de Diretoria de *Compliance* (interna) ou Auditor de Gestão (externo) deve ser restrita aos Administradores de Investimentos, sem ser formalmente estendida aos Gestores de Fundos. Como Administradores devem supervisionar os Gestores, estes seriam atingidos indiretamente pelas exigências aos Administradores.

# EDITAL DE AUDIÊNCIA PÚBLICA SDM No. 14

## NEY O. BRITO

---

### IV. EXIGÊNCIAS A ADMINISTRADORES DE INVESTIMENTOS

De uma maneira geral consideramos adequadas as exigências aos Administradores apresentadas no Edital, a saber:

- a. Exigências de qualificação e reputação ilibada – os itens relativos ao registro, qualificação e reputação expressos nos capítulos II a V parecem adequados a Administradores;
- b. Exigências de indicação de diretores responsáveis pelas atividades de administração em pessoas jurídicas parecem adequadas. Quando Administradores também exercerem as funções de Gestores de Fundos de Investimento, devem ser indicados os diretores responsáveis pelos dois grupos de atividades, sendo permitida a acumulação;
- c. Exigência de Diretoria Interna de *Compliance* deve ser opcional, podendo o Administrador contratar Auditor de Gestão externo independente para exercer as atividades no todo ou em parte. É preciso definir melhor o conteúdo da Auditoria de Gestão e de seus relatórios semestrais;
- d. Exigência de acompanhamento e gestão de riscos parece adequada no contexto de *compliance* com definições nos regulamentos dos fundos. Estas definições mais detalhadas devem ser exigidas nos regulamentos dos fundos;
- e. Exigência de supervisão de contratados e de Gestores dos Fundos sob sua administração parece adequada;
- f. Exigências de prestação de informações, de uma maneira geral, parecem adequadas. Entretanto, não parece necessário o detalhamento dos percentuais de receita expressos no item 4,2 do Anexo 15-I para pessoas naturais;
- g. Exigências de manutenção de arquivos de uma maneira geral parecem adequadas.

# EDITAL DE AUDIÊNCIA PÚBLICA SDM No. 14

## NEY O. BRITO

---

### V. EXIGÊNCIAS A GESTORES DE INVESTIMENTOS

Em nossas considerações iniciais recomendamos o reconhecimento das atividades diferenciadas de Administradores e Gestores na operação de fundos de investimento. Este reconhecimento deve ser acompanhado de exigências diferenciadas para as duas funções, sendo as exigências maiores para Administradores de fundos.

Neste contexto, recomendamos as seguintes exigências para Gestores de Fundos de Investimento:

- a. Exigências de qualificação e reputação ilibada – os itens relativos ao registro, qualificação e reputação expressos nos capítulos II a V também parecem adequados a Gestores;
- b. Exigência de indicação de diretores responsáveis pelas atividades de gestão em pessoas jurídicas parece adequada. Diretores responsáveis pela gestão poderão acumular a responsabilidade pelas atividades de consultoria – mas diretores responsáveis pela administração não poderiam acumular estas funções.
- c. Exigência de Diretoria Interna de *Compliance* não parece adequada para Gestores, que devem ser supervisionados pelos Administradores;
- d. Exigência de Política de Gestão de Riscos na seleção de investimentos também parece adequada, no contexto de *compliance* com as definições nos regulamentos dos fundos. É conveniente observar que estimativas de riscos na seleção de investimentos são prospectivas e diferem do controle de risco por medidas históricas passadas;
- e. Exigência de supervisão de contratados sob sua administração parece adequada;
- f. Exigências de prestação de informações de uma maneira geral parecem excessivas. Formulários simplificados para gestores pessoas naturais e jurídicas deveriam ser desenvolvidos;
- g. Exigências de manutenção de arquivos de uma maneira geral não parecem adequadas para gestores.

# **EDITAL DE AUDIÊNCIA PÚBLICA SDM No. 14**

## ***NEY O. BRITO***

---

Na diferenciação de exigências para gestores, está implícita uma visão de facilitar responsabilmente a entrada e renovação dos participantes no mercado. Administradores devem ser vistos como participantes seniores com exigências de infraestrutura mais pesadas.

### **VI. CONSIDERAÇÕES FINAIS**

As instruções e regulamentações da CVM deveriam ter uma visão de renovação e desenvolvimento do mercado. Em relação aos quatro níveis de participantes, recomendamos a adoção dos seguintes princípios gerais:

1. Custodiantes / Controladores: representam a base do sistema e devem estar sujeitos a fortes exigências operacionais, informacionais e financeiras;
2. Administradores de Investimentos: devem estar sujeitos a fortes exigências de qualificação, razoáveis exigências operacionais, informacionais e financeiras;
3. Gestores de Investimentos: devem estar sujeitos a fortes exigências de qualificação e razoáveis exigências em tratamento de risco e informacionais;
4. Consultores de Investimentos: devem estar sujeitos a fortes exigências de qualificação e razoáveis exigências em tratamento de risco e poucas exigências informacionais.

Adicionalmente, seria conveniente a CVM explicitamente eliminar as barreiras de entrada existentes no segmento, apresentadas sob o argumento de autorregulação. Todos os credenciados pela CVM devem ser aceitos como credenciados a participar do mercado, dentro de seus limites de escopo de atuação. Exigências de vinculação a quaisquer entidades não devem ser aceitas, já que há evidências de que elas só servem para elevar preços e reduzir a competitividade nos mercados.