

Rio de Janeiro, 01 de dezembro de 2014.

Ilma. Sra.

Flavia Mouta Fernandes

Superintendência de Desenvolvimento de Mercado - SDM

CVM – Comissão de Valores Mobiliários – audpublica1014@cvm.gov.br

**Ref.: Edital de Audiência Pública SDM nº 10 / 14 (“Edital”) – Obrigatoriedade de o administrador de carteiras de valores mobiliários registrado na categoria Administrador Fiduciário ser banco múltiplo, banco comercial, a Caixa Econômica Federal, banco de investimento, sociedade corretora de títulos e valores mobiliários ou sociedade distribuidora de títulos e valores mobiliários.**

Prezada Senhora:

Gostaríamos de agradecer pela iniciativa desta Comissão de Valores Mobiliários (“CVM”) visando o aperfeiçoamento da regulamentação do mercado de capitais brasileiro. O Edital em discussão traz um grande benefício ao mercado ao reconhecer a existência de administradores de carteira de valores mobiliários com duas especializações distintas: administração fiduciária e gestão de recursos. Adicionalmente, permite ao gestor a distribuição de seus produtos, um importante avanço e um marco para a indústria de fundos.

#### **Considerações iniciais**

No modelo atual, um gestor que busca estruturar um fundo segue, quase sempre, um processo onde busca um Administrador Fiduciário, responsável legal pelo fundo, que o constitui e faz a contratação dos seus prestadores de serviço, inclusive a contratação do gestor. R

Entendemos que o modelo ideal para o mercado de gestão de fundos seria o gestor ser o representante legal do fundo de investimento e também o responsável pela contratação de todos os serviços necessários à sua constituição, incluído neste caso o que se chama de administração fiduciária. Os serviços de controladoria e custódia seriam, obrigatoriamente, prestados por instituições financeiras devidamente credenciadas e neste modelo haveria uma separação dos riscos, onde cada segmento incorreria no risco do seu próprio negócio, diferente do que temos hoje.

Acreditamos que o empreendedor do negócio (Gestor) é o mais indicado para a escolha dos prestadores de serviço, que devem ser adequados a cada produto e cliente. Não obrigatoriamente um pacote pré-fornecido, que inclui custódia, controladoria, etc. é a melhor opção para o gestor e para o cliente do fundo.

O resultado desta divisão clara seria a melhor separação dos riscos inerentes a cada atividade, pois nem sempre o outro provedor de serviços quer ou tem condições de avaliar corretamente seus riscos. Adicionalmente, permitiria que novos participantes de nicho se especializassem e assim o mercado se desenvolveria de uma maneira mais saudável e com menos riscos.

Diante disso, gostaríamos de fazer alguns comentários e sugestões, além de discorrer sobre alguns dos problemas que encontramos no modelo atual e no novo modelo proposto.

**1. Permitir que instituições não financeiras possam exercer a administração fiduciária de fundos de investimento.**

**Justificativa:**

Ao proibir que a administração fiduciária de fundos de investimento seja feita por empresas, que não sejam instituições financeiras<sup>1</sup>, cria-se uma barreira à entrada que não existia e que será prejudicial à indústria como um todo.

Uma instituição financeira requer uma série de controles não relacionados ao serviço de administração de recursos gerando a necessidade de um tamanho mínimo de ativos sob gestão relativamente alto para que seja possível manter sua estrutura rentável frente aos encargos incorridos por este modelo. A necessidade da escala necessária para abrir um novo negócio rentável passa a ser muito alta. Com essa imposição a administração de fundos ficaria restrita a poucos, pois um gestor independente teria dificuldades de tornar rentável este negócio, a não ser que tenha um grande volume de recursos sobre gestão ou forneça este serviço a terceiros. A redução da concorrência significa um aumento de custo e seu consequente repasse ao cliente final.

A existência de administradores, que não instituições financeiras, permitem que existam no mercado outras opções, produtos substitutos<sup>2</sup>, que desempenham funções parecidas, mas que geram limites ao poder de barganha dos fornecedores de serviços de administração hoje existentes.

---

<sup>1</sup>Considerou-se Instituições Financeiras: banco múltiplo, banco comercial, a Caixa Econômica Federal, banco de investimento, sociedade corretora de títulos e valores mobiliários ou sociedade distribuidores de títulos e valores mobiliários.

Atualmente, são poucas instituições que prestam o serviço de administração fiduciária, e que estão, cada vez mais, restringindo seus clientes e simplesmente não aceitando clientes menores (com a justificativa de que o custo não compensa tê-los como clientes), ou cobrando taxas tão elevadas que tornam os produtos inovadores impraticáveis.

Estes grandes e poucos possuem estruturas rígidas que impedem a inovação e a flexibilização dos produtos. Em 2006 abrimos um fundo exclusivo para uma família (investidores qualificados), fundo este que distribui dividendo direto aos cotistas. Na época cotamos com alguns administradores terceiros e nenhum deles detinha tecnologia suficiente para oferecer este serviço, e quando detinham não queriam oferecer este tipo de serviço a gestores independentes. Optamos por montar a estrutura para o cálculo e controle deste produto para prover a gestão deste produto inovador e extremamente vantajoso para o investidor. Os dois maiores benefícios deste fundo são o fluxo de dividendos pago direto ao cotista e a vantagem tributária – os dividendos são isentos de imposto de renda.

Em função da nossa estrutura de interesses alinhado ao cliente e cotistas dos fundos, fomos também capazes de oferecer aos nossos clientes (qualificados) um modelo de taxa de performance personalizada e alinhada aos interesses dos nossos cotistas. Modelo este que considera 2 (duas) métricas, isto é, só paga performance se a rentabilidade do fundo ultrapassar ambas as condições. Neste caso, o pagamento de performance acontece sobre um índice de mercado, cuja linha d'água é corrigida por um percentual do CDI. Esta medida é muito benéfica ao investidor final, porém os grandes administradores não tem interesse em desenvolver seu sistema para que seja possível este modelo, pois seus sistemas são complexos e rígidos, oferecendo apenas as opções de taxa de performance padrões. A concorrência de novos participantes e produtos substitutos é vital para que os grandes administradores fiduciários forneçam este tipo de inovação no futuro, que tem como objetivo final o benefício do investidor.

Em relação ao negócio de administração fiduciária, essa é uma indústria onde os poucos que vendem este serviço se tornam apenas 1 (um) se considerarmos aqueles cuja administração fiduciária é seu principal ramo de negócio. Atualmente, no Brasil, apenas o BNY Mellon Serviços Financeiros tem a administração fiduciária de fundos de investimento como seu principal negócio. Todos os demais (Banco Itaú, Banco Bradesco, Citibank e outros) tem a prestação do serviço de administração fiduciária a terceiros como um negócio complementar ao seu core Business. A concentração é extremamente ruim para o mercado de fundos, pois além de desestimular a inovação e desenvolvimento da indústria de fundos, cria-se uma indústria restrita e com uma enorme barreira a entrada, desestimulando a concorrência e os maiores prejudicados são os investidores finais.

---

<sup>2</sup> De acordo com Michael Porter em as “Cinco Forças de Porter”, os produtos substitutos podem limitar os lucros em tempos normais. O ganho na relação custo/benefício do produto substituto é alto.

Adicionalmente, é extremamente importante lembrar o conceito da figura do administrador fiduciário. O administrador fiduciário é o representante legal do fundo, cabendo a este contratar os demais prestadores de serviços, como: Custódia e Controladoria de ativos (controle e processamento de títulos e valores mobiliários, cálculo da cota) e de passivos (escrituração de cotas), distribuição de cotas, auditoria, e a gestão.

Quando o administrador não é uma instituição financeira, ele precisa, obrigatoriamente, contratar uma instituição financeira credenciada pela CVM para prestar os serviços de controle e processamento de ativos e custódia de valores mobiliários (art. 57 §6º e art. 59 da ICVM 409/04). Estes são responsáveis por diversos controles que garantem e asseguram o cumprimento das regras e da legislação em vigor, garantindo o bom funcionamento do mercado.

Contratar seus prestadores de serviços é uma função muito importante ao administrador do fundo, pois ele é o responsável pela escolha daqueles prestadores de serviço e pela garantia de que estes prestam serviços de alta qualidade.

Não vemos nenhum risco para o investidor nem para o mercado no modelo atual, pelo contrário, é um modelo que tem funcionado perfeitamente e trouxe enormes ganhos em termos de inovação e forçou os demais a desenvolverem seus produtos.

Historicamente, não tivemos nenhum caso de administração fiduciária desenvolvida por instituições não financeiras que tenha trazido qualquer prejuízo ao mercado. Desta forma pleiteamos que seja permitida a manutenção deste modelo, no sentido de permitir que instituições não financeiras possam exercer a administração fiduciária de fundos de investimento.

#### **Sugestões adicionais:**

- a) Caso a CVM considere que algum dos serviços que hoje são obrigação do administrador fiduciário, como por exemplo, os controles de risco e enquadramento, devam ser prestados por uma instituição financeira, a CVM poderá exigir que estes serviços sejam, obrigatoriamente, terceirizados para uma instituição financeira. A terceirização destes controles mitigaria os riscos existentes no modelo do administrador fiduciário, que não instituição financeira.
- b) Caso a CVM entenda que deva manter a restrição do serviço de administração a instituições financeiras, sugerimos que, ao menos, quem já detenha o registro possa mantê-lo. Sugerimos que seja incluída uma exceção para aqueles que já usufruem deste modelo, que já exerçam a atividade de administrador fiduciário nos últimos 2 (dois) anos, possam manter o registro e dar continuidade ao seu negócio de administração de carteiras e fundos de investimento.

2. Incluir dentre os poderes e responsabilidades do Gestor, a representação legal para que ele possa, em nome do fundo, representa-lo perante órgãos reguladores enviando notificações, reclamações e / ou conseguir convocar uma Assembleia Geral nos termos das letras b, c e d do art. 123 da Lei 6.404 / 76.

**Justificativa:**

Gestores ativistas são aqueles gestores que defendem o direito de seus cotistas como acionistas e buscam participar ativamente das discussões sobre os rumos das companhias investidas, questionando decisões, solicitando informações e, principalmente chamando a atenção de reguladores e agentes do mercado para exigir a defesa de seus direitos, visando à boa governança corporativa das companhias e buscando mais transparência ao mercado acionário brasileiro.

Estes e os demais gestores deveriam poder representar seus fundos frente aos órgãos reguladores e agentes do mercado, isto é, ter seu poder de representação legal para que consigam defender seus cotistas, como acionistas, de alguma companhia investida que está praticando atos em desacordo com a legislação em vigor.

Com a ICVM 522/12, houve um grande avanço, permitindo que o gestor representasse seus fundos em Assembleias. O art. 5º, da ICVM 522, que alterou o art. 56 §2º, II da ICVM 409, deu poderes ao gestor para “exercer o direito de voto decorrente dos ativos financeiros detidos pelo fundo, realizando todas as demais ações necessárias para tal exercício, observado o disposto na política de voto do fundo.”, porém restringiu essa representação a este evento.

Gostaríamos de expandir esse poder de representação legal. É muito importante para o gestor que ele consiga representar e defender o interesse dos cotistas do seu fundo, sem ser obrigado a depender do aval de um terceiro. A governança corporativa é dentre as diversas responsabilidades do gestor, uma pratica essencial e cujo seu desenvolvimento é cada vez mais estimulado por órgãos reguladores nacionais e internacionais e está ligada diretamente ao desenvolvimento do mercado de capitais.

Um grave problema de conflito de interesse surge quando um gestor, que está vinculado a um grande administrador fiduciário, tenta fazer uma reclamação sobre uma determinada empresa e não consegue, pois esta instituição financeira (administrador fiduciário) possui algum tipo de negócio com a empresa em questão. Nesse caso o gestor não consegue cumprir um dos seus papéis mais importantes, que é o seu dever com a Governança Corporativa. E com a negação do administrador fiduciário, o Gestor fica de mãos atadas.

Este problema acima ocorreu em um caso concreto que tivemos na Argucia. Os fundos que fazemos gestão são acionistas de uma companhia chamada EMAE – Empresa Metropolitana de Águas e Energia

S/A. Em alguns destes fundos a Argucia faz a gestão e a administradora fiduciária dos fundos. Em outros, a gestão é feita pela Argucia mas a administração fiduciária é feita por uma instituição financeira. Em setembro de 2012 fizemos uma notificação extrajudicial de acionistas preferencialistas (que posteriormente virou um Processo CVM RJ – 2012 -11497) apresentando diversas irregularidades na conduta dos administradores da companhia e de seu acionista controlador, o Estado de São Paulo, além de uma relação conflituosa entre ambos, que causaram prejuízos diretos à Companhia e indiretos aos seus acionistas minoritários. Na ocasião, só conseguimos dar entrada neste processo com os fundos que fazemos gestão e administração. Nos fundos cuja administração é terceirizada fomos informados de um processo muito burocrático, demorado e provavelmente impeditivo para que o administrador fiduciário (terceiro, que instituição financeira) assinasse e enviasse o documento que havíamos preparado. O primeiro empecilho veio no prazo de análise interna deles, posteriormente veio à questão da possibilidade deles (instituição financeira) estarem conflitados com a companhia em questão, neste caso eles não poderiam assinar tal documento. Frente à tamanha burocracia, o fato de não quisermos abrir o case de investimento a terceiros (administrador fiduciário) e a grande possibilidade deles (administradores fiduciários) estarem conflitados, optamos por fazer a notificação apenas em nome dos fundos dos quais fazemos administração e gestão.

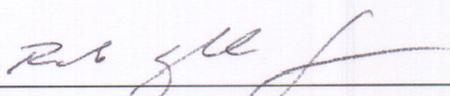
**Considerações finais:**

Sendo o que nos cumpre para o momento, aproveitamos a ocasião para renovar os nossos votos de elevada estima e consideração.

Adicionalmente, nos colocamos a inteira disposição para quaisquer esclarecimentos ou detalhamento das considerações ou sugestões apresentadas.

Por fim, gostaríamos de requerer que as comunicações referentes ao presente documento sejam encaminhadas à ArguciaCapital Gestão de Recursos Ltda., CNPJ: 07.221.832/0001-87, com sede na Cidade e Estado do Rio de Janeiro, na Rua da Assembleia, nº 10 / sala 3701, Telefone: (21) 2128 5500 e fax: (21) 2128 5501 aos cuidados do Sr. Ricardo Magalhães Gomes e Sra. Vanessa Montes de Moraes e-mails: magalhaes@argucia.com.br e vanessa@argucia.com.br, respectivamente.

Atenciosamente,



Argucia Capital Management

Ricardo Magalhães Gomes