



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Memorando nº 35/2016-CVM/SIN

Rio de Janeiro, 26 de agosto de 2016.

De: SIN

Para: SGE

Assunto: Complemento ao Memorando nº 21/2016-CVM/SIN - Consulta da ABRAPP sobre aplicabilidade da Instrução CVM nº 558/15 à gestão de recursos próprios por meio de fundos de investimento - Processo CVM SEI nº 19957.002943/2016-71

Senhor Superintendente Geral

1. Fazemos referência às consultas, formuladas pela Associação Brasileira das Entidades do Mercado Financeiro e de Capitais ("ANBIMA") e Associação Brasileira das Entidades Fechadas de Previdência Complementar ("ABRAPP") sobre a melhor interpretação a respeito das exigências impostas pela Instrução CVM nº 558/15 aos gestores que lidem exclusivamente com a gestão de seus próprios recursos por meio de fundos de investimento regulados pela CVM, cujo inteiro teor segue anexo para referência.
2. Em atenção às discussões conduzidas na reunião de Colegiado de 19/7/2016, e aos pedidos de esclarecimentos e informações adicionais solicitadas pelo Colegiado da CVM para subsídios à melhor análise, tecemos as considerações que seguem dispostas em complemento neste Memorando.
3. Em razão da consulta formulada pela ABRAPP em relação aos fundos de investimento exclusivos geridos por entidades fechadas de previdência complementar ("fundos de pensão"), realizamos reunião com a Diretoria da PREVIC com o fim de expor as 3 alternativas de tratamento vislumbradas pela área técnica para a situação trazida na consulta: (1) a concessão das dispensas solicitadas na consulta, com a edição de Deliberação que substituísse a revogasse a atual, de nº 475/04; (2) a exigência de que tais investidores institucionais se adaptassem na íntegra ao disposto na Instrução CVM nº 558/15, acaso viessem a manter o credenciamento como administradores de carteiras de valores mobiliários na CVM; ou (3) o tratamento equivalente, a tais investidores, ao já previsto, na Deliberação CVM nº 753/16, a outros investidores institucionais como as seguradoras e outros.
4. Em resumo, aquela Autarquia, de início, reconheceu que as dispensas solicitadas na consulta da ABRAPP ultrapassam, em quantidade e amplitude, o mínimo necessário para a viabilidade de atuação dos fundos de pensão, cenário para o qual identificou apenas a dispensa já prevista na Deliberação CVM nº 475/04 (previsão no documento constitutivo da atividade de administração de carteiras) como a única indispensável à viabilidade, no aspecto jurídico, à estruturação de tais fundos de investimento exclusivo pelos fundos de pensão.

5. De outro lado, a PREVIC se opôs à adoção da alternativa de plena adaptação à Instrução CVM nº 558/15, por entender que a dispensa de previsão da atividade de administração de carteiras nos Estatutos, já prevista na Deliberação CVM nº 475/04, é condição legal indispensável à manutenção do credenciamento, como gestores, dos fundos de pensão na CVM, e esse credenciamento, por seu turno, necessário hoje para viabilizar a constituição dos pretendidos fundos de investimento exclusivos.

6. Ainda em relação a essa opção, aquela Autarquia ressaltou que a Resolução CMN nº 3.792/09 prevê a possibilidade de constituição de tais fundos de investimento exclusivo, e por tal razão, eventual exigência da CVM de adaptação plena dos fundos de pensão à regulação da CVM, inclusive para um requisito cujo cumprimento já sabe de antemão ser inviável, colocaria as normas da CVM em conflito com as disposições e permissões legais previstas para os fundos de pensão.

7. Diante desse contexto, opinou a PREVIC pela inclusão dos fundos de pensão no rol da Deliberação CVM nº 753/16 como a melhor opção de todas as propostas, pois, de um lado, (1) permitiria à CVM reconhecer que a atividade ali tratada não trata da gestão de recursos profissionais de terceiros regulada pela Instrução CVM nº 558/15, e afastaria a necessidade de concessão de tantas dispensas em um cenário onde tal decisão não se mostra conveniente (como exposto no Memorando nº 21/2016-CVM/SIN), mas, de outro, (2) continuaria viabilizando a estruturação dos mencionados fundos de investimento exclusivos pelos fundos de pensão.

8. Considerando todos os aspectos trazidos pela PREVIC nas discussões com a CVM em relação ao tema, na avaliação desta área técnica, parece mesmo necessário que se encontre uma alternativa que continue viabilizando o uso de fundos de investimento exclusivos por esses fundos de pensão, mas que, de outro lado, possa acomodar a atuação desses investidores institucionais na arquitetura regulatória da CVM da forma mais adequada e consistente possível.

9. Mais uma vez e como já desenvolvido por meio do Memorando nº 21/2016-CVM/SIN, todas as dispensas solicitadas pela ABRAPP parecem mesmo fazer sentido para a atuação típica esperada de um fundo de pensão. Mas isso não porque aqueles fundos de pensão atuem em uma suposta atividade *sui generis* de administração de carteiras de terceiros, como se poderia cogitar a princípio, e sim, porque a atividade exercida por tais fundos de pensão não deve - e nem poderia - ser equiparada com a atividade regulada pela Instrução CVM nº 558/15.

10. Como se vê, no caso da atuação dos fundos de pensão, inclusive por meio desses fundos de investimento exclusivos, não há sequer que se falar na existência de "investidores", na concepção da regulação da CVM (o que é um pressuposto de todo o regulado pelos artigos 11, 12, 13, 14, 15, 16, 17 e 18 da Instrução CVM nº 558/15).

11. Ainda, mesmo para aquilo em que se poderia discutir certa aplicabilidade (como no caso dos controles internos, gestão de risco, segregação de atividades ou terceirização de serviços - artigos 19, 20, 21, 22, 23, 24, 25 e 26 da norma), os objetivos e fundamentos para essas estruturas e requisitos, lá e aqui, são muito divergentes e atendem preocupações diferentes, trazendo, de forma muito recorrente, exigências que não fazem sentido ou só fazem sentido se lidas à luz da regulação da PREVIC, o que, na verdade, é outra forma de dizer que deve se aplicar aquela regulação, e não esta. E nada disso surpreende, pois de mais típico a todos esses investidores resta sua atuação como fundos de pensão que são, o que de fato é regulado, na forma das Leis Complementares nº 108 e 109/01, por aquela Autarquia, sem que nenhuma distinção relevante seja trazida quando essa atuação é operada por meio de fundos de investimento exclusivos.

12. Assim, na atividade regulada pela CVM, temos um profissional que busca recursos da poupança popular para rentabilizá-los com sua aplicação no mercado financeiro e de capitais, sempre limitado por um mandato de gestão e risco assinado com seus investidores. Não há como comparar tal escopo, direta ou indiretamente, sob qualquer aspecto que seja, com aquele previsto para um fundo de pensão, que na verdade, busca cumprir um mandato de longo prazo de acumulação - mediante contribuições periódicas e investimentos - do capital bastante necessário para satisfazer uma demanda previdenciária calculada

sob parâmetros de natureza atuarial.

13. No fundo, não é nem nunca foi o objetivo da ABRAPP, ou dos fundos de pensão que eles representam, atuar na atividade profissional regulada pela Instrução CVM nº 558/15. Como já parecia claro na consulta inicial formulada pela associação, e depois ficou reforçado pelas tratativas com a PREVIC, o credenciamento na CVM desses fundos de pensão possui caráter meramente instrumental, ou seja, serve apenas de veículo para que tais investidores institucionais possam constituir fundos de investimento exclusivos por meio dos quais façam a gestão de recursos próprios.

14. Assim, quer nos parecer que a saída proposta pela Deliberação CVM nº 753/16 é a mais consistente para o caso, pois, em linha com o que expõe a própria PREVIC, (1) torna explícita a situação dessas entidades de previdência, que, na gestão de seus fundos exclusivos, não operam sob a regulação da Instrução CVM nº 558/15, e (2) continua viabilizando a constituição dos fundos exclusivos previstos na Resolução CMN nº 3.792/09.

15. Em qualquer outra alternativa possível, ao menos um desses requisitos mínimos não estariam preservados, senão vejamos:

1) Concessão das dispensas solicitadas pela ABRAPP: ao admitir tal possibilidade, a CVM reconheceria, implicitamente, que os fundos de pensão atuam na atividade profissional de gestão de recursos de terceiros regulada pela Instrução CVM nº 558/15, e que mereceriam a concessão de dispensas dadas pelas peculiaridades de sua atuação, quando, na verdade e como já exposto, entendemos se tratar tal atividade de outra, não associada a essa gestão profissional de recursos de terceiros, e que encontra previsão regulatória mais adequada e apropriada no âmbito da PREVIC, à luz do que determina as Leis Complementares nº 108 e 109/01;

2) Exigência de adaptação plena à Instrução CVM nº 558/15: em linha com o exposto pela PREVIC, dada a impossibilidade de que os fundos de pensão façam constar em seus Estatutos a atividade de administração de carteiras, tal exigência inviabilizaria a manutenção do credenciamento e, por consequência, a atuação como gestores dos fundos exclusivos previdenciários dos quais são os únicos cotistas.

16. Assim, é a proposta da área técnica que a Deliberação CVM nº 753/16 seja alterada, de forma a prever, também, os fundos de pensão como investidores institucionais elegíveis a constar como gestores de fundos de investimento dos quais sejam seus cotistas exclusivos. Propomos, ainda, que a relatoria do processo seja conduzida por esta SIN.

Atenciosamente,

Daniel Walter Maeda Bernardo

Superintendente de Relações com Investidores Institucionais



Documento assinado eletronicamente por **Daniel Walter Maeda Bernardo, Superintendente**, em 10/09/2016, às 22:33, conforme art. 1º, III, "b", da Lei 11.419/2006.



A autenticidade do documento pode ser conferida no site [https://sei.cvm.gov.br/conferir\\_autenticidade](https://sei.cvm.gov.br/conferir_autenticidade), informando o código verificador **0152384** e o código CRC **FE58F07A**.  
*This document's authenticity can be verified by accessing [https://sei.cvm.gov.br/conferir\\_autenticidade](https://sei.cvm.gov.br/conferir_autenticidade), and typing the "Código Verificador" **0152384** and the "Código CRC" **FE58F07A**.*

---

---

**Referência:** Processo nº 19957.002943/2016-71

Documento SEI nº 0152384