

**CVM**

Comissão de Valores Mobiliários
Protegendo quem investe no futuro do Brasil

RELATÓRIO DE ANÁLISE

Audiência Pública SDM nº 04/2014

Objeto: Minuta de Instrução sobre a constituição, a administração o funcionamento e a divulgação de informações dos fundos de investimento

1. INTRODUÇÃO

O presente relatório é resultado da Audiência Pública SDM nº 04/2014, que recebeu comentários entre os dias 28 de abril de 2014 e 10 de julho de 2014 e tem por objeto a minuta de Instrução sobre a constituição, a administração o funcionamento e a divulgação de informações dos fundos de investimento.

Para melhor descrever e comentar as manifestações dos participantes, este relatório é dividido da seguinte forma: (i) introdução; (ii) participantes; (iii) comentários gerais; (iv) comentários específicos à Minuta; (v) outros comentários e sugestões; e (vi) proposta definitiva de instrução.

As sugestões e comentários relacionados a forma, referências e ajustes de redação sem impacto no conteúdo, quando pertinentes, foram incorporadas à minuta de instrução, mas não serão objeto do presente relatório.

2. PARTICIPANTES

- (i) ABBI – Associação Brasileira de Bancos Internacionais
- (ii) ABVCAP – Associação Brasileira de Private Equity e Venture Capital;
- (iii) AMEC – Associação de Investidores no Mercado de Capitais;
- (iv) ANFIDIC – Associação Nacional dos Participantes em Fundos de Investimentos em Direitos Creditórios Multicedentes e Multissacados;
- (v) ANBIMA – Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais;
- (vi) Barcellos Tucunduva Advogados;
- (vii) BlackRock Brasil Gestora de Investimentos Ltda.;
- (viii) BM&FBOVESPA S.A. – Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros;
- (ix) BRAM – Bradesco Asset Management S/A DTVM;
- (x) Bruno Haack Vilar;
- (xi) Carvalhosa e Eizirik Advogados;
- (xii) CFA Society Brazil – Advocacy;

**CVM**

Comissão de Valores Mobiliários
Protegendo quem investe no futuro do Brasil

- (xiii) CETIP S.A. – Mercados Organizados;
- (xiv) Chediak, Lopes da Costa, Cristofaro, Menezes Côrtes, Rennó, Aragão Advogados;
- (xv) CMC – Comissão de Mercado de Capitais da OAB-RJ;
- (xvi) Empírica Investimentos Gestão de Recursos Ltda.;
- (xvii) FenaPrevi – Federação Nacional de Previdência Privada e Vida;
- (xviii) Grupo de Gestores¹, representados por Cepeda, Greco & Bandeira de Mello Advogados;
- (xix) IBGC – Instituto Brasileiro de Governança Corporativa
- (xx) IBRI – Instituto Brasileiro de Relações com Investidores;
- (xxi) Jive Asset Management Gestão de Recursos Ltda.;
- (xxii) Leoni Siqueira Advogados;
- (xxiii) Marcelo Castro;
- (xxiv) Maria de Lourdes Rollemberg Mollo;
- (xxv) Marcos Antonio Macedo Cintra;
- (xxvi) Nicolas Soudki Saad;
- (xxvii) Salusse Marangoni Advogados;
- (xxviii) Sparta – Fundos de Investimento;
- (xxix) Spalding Advocacia Empresarial;
- (xxx) Ulhôa Canto, Rezende e Guerra Advogados;
- (xxxi) Vaz, Barreto, Barreto, Shingaki & Oioli Advogados; e
- (xxxii) Vinci Gestora de Recursos Ltda.

3. COMENTÁRIOS GERAIS À MINUTA

3.1 Investidores Qualificados e Profissionais

O Grupo dos Gestores sugere, em diversos dispositivos contendo dispensas específicas aos fundos exclusivamente destinados a investidores qualificados, que fosse também feita referência aos fundos exclusivamente destinados investidores profissionais. O participante argumenta que a norma deveria ser clara a respeito da extensão da dispensa a esses fundos ainda mais sofisticados.

¹ Atmos Capital Gestão de Recursos Ltda., Dynamo Administração de Recursos Ltda., Gávea Investimentos Ltda., Investidor Profissional Gestão de Recursos Ltda., Jardim Botânico Partners Investimentos Ltda., JGP Gestão de Recursos Ltda., Ipanema Gestora de Recursos Ltda., Leblon Equities Gestão de Recursos Ltda., M Square Investimentos Ltda., Pacífico Gestão de Recursos Ltda., Pollux Capital Administração de Recursos Ltda., Polo Capital Gestão de Recursos Ltda., SPX Gestão de Recursos Ltda., Squadra Investimentos - Gestão de Recursos Ltda., STK Capital Gestora de Recursos Ltda., Studio Investimentos Administradora de Recursos Ltda., Tese Gestão de Investimentos Ltda. e Ventor Investimentos Ltda.



CVM

Comissão de Valores Mobiliários

Protegendo quem investe no futuro do Brasil

A inclusão sugerida não se faz necessária, pois de acordo com a minuta objeto da Audiência Pública nº 03/2014, a definição de investidor qualificado já abrange o investidor profissional.

Importante destacar que enquanto a norma objeto da Audiência Pública nº 03/2014 prevê que os fundos são investidores profissionais, a norma objeto da presente Audiência dispõe que os fundos especificamente registrados nos seus termos só serão considerados investidores qualificados ou profissionais (conforme o caso), se forem exclusivamente destinados a esse público específico.

Não obstante, trata-se de exceção pontual, que não afasta a regra de que investidores profissionais são também, por consequência lógica, investidores qualificados. Por essa razão, todas as dispensas e faculdades conferidas aos fundos exclusivamente destinados a qualificados se estendem aos fundos exclusivamente destinados a investidores profissionais.

Marcelo Castro solicitou que fosse esclarecido o que ocorrerá com os cotistas de fundos destinados exclusivamente a investidores qualificados que percam essa condição em razão da atualização da norma objeto da Audiência Pública nº 03/2014.

A questão levantada pelo participante é pertinente, e foi endereçada nos arts. 151 e 152 da norma, que constam do Capítulo que trata das Disposições Finais e Transitórias.

Conforme consta de tais dispositivos, é permitida a permanência e a realização de aplicações adicionais em fundos para investidores qualificados ou profissionais, de cotistas que deixem de se enquadrar nas respectivas categorias, desde que tais cotistas tenham ingressado no fundo até a data de início de vigência da presente Instrução e em concordância com os critérios de admissão e permanência anteriormente vigentes.

Diversos participantes fizeram comentários à minuta que está sendo discutida no âmbito da Audiência Pública nº 03/2014, que não serão tratados no presente relatório uma vez que serão analisados no âmbito de referida Audiência Pública.

**CVM**

Comissão de Valores Mobiliários
Protegendo quem investe no futuro do Brasil

3.2 Diferenciação entre o gestor e o administrador

Carvalhosa argumenta, em seções específicas e de maneira geral, que a minuta mistura os conceitos de gestão e administração, o que dificultaria a compreensão a respeito de suas atribuições e os limites de suas respectivas responsabilidades.

As sugestões específicas serão abordadas ao longo do texto. Quanto ao comentário geral, a CVM destaca que a questão será endereçada de maneira mais detalhada na nova Instrução que substituirá a Instrução CVM nº 306/99.

3.3 Linguagem

Bruno Haack Vilar observou que diversos verbos conjugados no futuro foram substituídos pela conjugação no presente, recomendando que tais verbos voltassem para a sua forma no futuro, “em linha com o padrão dos textos normativos brasileiros”.

O comentário não foi acatado, pois o ajuste de conjugação verbal notado pelo participante teve por objetivo atender comando constante do Decreto nº 4.176, de 28 de março de 2002 e da Lei Complementar nº 95, de 26 de fevereiro de 1998.

Referidos normativos, que dispõem a respeito das regras que devem ser observadas na elaboração de atos normativos, exigem que se busque a “uniformidade do tempo verbal em todo o texto das normas legais”. Neste sentido, os verbos da Instrução CVM nº 409 foram alterados para a sua forma no presente, tendo em vista o padrão mais recente de edição de normas pela CVM.

3.4 Integração do custo de Custódia na Taxa de Administração

A ANBIMA e o Grupo de Gestores entendem que a taxa de custódia não deveria integrar a taxa de administração, conforme sugerido na minuta proposta.

A ANBIMA argumenta que a integração da taxa de custódia geraria algumas complicações de ordem operacional, pois os contratos de custódia normalmente são negociados em faixas que variam de acordo com o volume financeiro. Além disso, algumas Entidades Fechadas de Previdência Complementar contratam uma única instituição que consolida as informações relativas a todas as operações de seus



CVM

Comissão de Valores Mobiliários
Protegendo quem investe no futuro do Brasil

fundos e da carteira própria. Quando há coincidência de instituições, é usual que a negociação desses serviços se dê de maneira integrada.

Por isso, e ainda, considerando práticas de outras jurisdições, sugerem que seja dada mais transparência às despesas decorrentes da custódia, por entender que este tratamento endereçaria a preocupação da CVM de dar maior transparência aos custos envolvidos na custódia sem gerar problemas de ordem operacional que decorreriam da integração de referido custo à taxa de administração.

Na mesma linha, o Grupo de Gestores sugere que os custos de custódia continuem sendo encargos, mas defendem que seja dada mais transparência a esse custo.

Em razão do exposto, a ANBIMA propõe que (i) o percentual máximo de custódia conste do regulamento (e que, em sede de adaptação a presente regra, referida alteração de regulamento não precise ser aprovada pela assembleia de cotistas); (ii) o aumento de referido percentual deva ser submetida à assembleia; e (iii) a taxa de custódia efetiva seja apresentada no formulário de “Demonstração de Desempenho do Fundo”.

De forma similar, o Grupo de Gestores propôs que (i) o valor máximo das despesas com a contratação dos serviços de custódia seja previsto no regulamento do fundo ou no seu formulário de demonstração de desempenho, e (ii) seja necessária realização de assembleia geral de cotistas para eventual majoração de tais despesas.

A CVM acatou as sugestões propostas, por entender que as mesmas atendem à finalidade que se almejava de conferir maior transparência aos custos relacionados à custódia, além de permitir a maior comparabilidade entre as diferentes taxas de custódia cobradas dos diferentes fundos pelos custodiantes.

Para tanto, foram implementados ajustes no art. 2º (inciso XLIII), art. 44 (inciso IX), art. 45 (inciso I), art. 66 (inciso IV) e art. 132 (inciso IX) na minuta final.

**CVM**

Comissão de Valores Mobiliários
Protegendo quem investe no futuro do Brasil

4. COMENTÁRIOS ESPECÍFICOS À MINUTA

4.1 Âmbito e finalidade (art. 1º)

A ANBIMA e a ABVCAP argumentam que a atual sistemática de aplicação da norma aos fundos regulados por normas específicas gera dúvidas a respeito da sua abrangência.

Por essa razão, sugerem que o art. 1º seja alterado de forma a restringir sua aplicação apenas aos fundos classificados e definidos na mesma, excluindo os fundos regulados por outras normas. A ABVCAP sugere ainda que seja incluído parágrafo dispondo que a minuta aplica-se apenas quando expressamente previsto nas normas específicas dos respectivos fundos.

Inicialmente, vale observar que a Instrução CVM Nº 409 prevê que seus dispositivos serão aplicáveis aos demais fundos no que não contrariar suas normas específicas desde 2007, quando o art. 119-A foi incluído pela Instrução CVM nº 456, de 22 de junho de 2007.

Durante esses anos todos, tal aplicação não gerou sobressaltos, e foi utilizada em determinadas situações práticas, tais como em casos de transformações de fundos cuja norma específica não continha regra expressa nesse sentido (Processos nº RJ 2011/13780 e RJ2007/13721).

Além disso, a atual sistemática também é importante tendo em vista que a minuta é mais detalhada no que se refere aos deveres fiduciários dos gestores e administradores.

Neste sentido, vale observar que as disposições da minuta – assim como ocorreu até então em situações em que o art. 119-A foi utilizado – não serão aplicáveis em situações nitidamente incompatíveis com a natureza de outros fundos regulados por instruções específicas.

Apenas a título de exemplo, citando inclusive tema que, de acordo com os participantes, geraria tal insegurança jurídica: os limites de concentração por emissores e ativos financeiros. Os participantes argumentaram que tais limites não deveriam se aplicar aos fundos de investimento em participações, regulados pela Instrução CVM nº 391. A CVM concorda que tais limites não se aplicam aos fundos de investimento em participações, já que

**CVM**

Comissão de Valores Mobiliários
Protegendo quem investe no futuro do Brasil

a Instrução CVM nº 391 trata especificamente das características dos ativos que devem compor a carteira destes fundos.

Os limites de concentração por emissores e ativos financeiros só são aplicáveis aos demais fundos quando as normas específicas expressamente fizerem essa referência – a exemplo da Instrução CVM nº 472, de fundos imobiliários². Nos demais casos, tais regras não são aplicáveis, já que os fundos regulados por normas específicas investem em ativos de natureza diversa, de sorte que os limites previstos na minuta são incompatíveis. Já a obrigação de gestão de liquidez, por exemplo, é compatível com fundos abertos, sendo desnecessária, em regra geral, nos fundos fechados.

4.2 Definições (art. 2º)

Bruno Haack Vilar recomenda a eliminação do capítulo com as definições, já que diversas definições encontram-se definidas no corpo do texto normativo e em outras normas, cabendo ao intérprete ler a norma como um todo.

A Comissão de Mercado de Capitais da OAB/RJ observa que algumas definições fazem menção ao dispositivo que define o termo ao longo do texto, sugerindo que todas as definições ao longo do texto normativo fossem trazidas para este Capítulo.

A criação de Capítulo específico reunindo as definições dos termos constantes da norma teve por objetivo facilitar e uniformizar o entendimento a respeito de suas definições, pois se identificou: (i) que havia dificuldade em localizar as definições ao longo da norma, (ii) diferentes termos com o mesmo significado e a (iii) existência de dúvidas e interpretações distintas.

Notou-se, no entanto, que enquanto algumas definições poluíam o texto normativo, e efetivamente podiam ser facilmente deslocadas para o glossário, outras, por razões estruturais, encontravam-se melhor definidas ao longo do texto³. Em atenção a essas

² Art. 45.

(...) §5º Os FII que invistam preponderantemente em valores mobiliários devem respeitar os limites de aplicação por emissor e por modalidade de ativos financeiros estabelecidos na Instrução CVM nº 409, de 2004 e a seus administradores serão aplicáveis as regras desenquadramento e reenquadramento lá estabelecidas.

³ Como, por exemplo, as definições de “fundo de investimento”, “fundo aberto”, “fundo fechado”, dentre outros.



CVM

Comissão de Valores Mobiliários

Protegendo quem investe no futuro do Brasil

peculiaridades, e sem perder de vista o objetivo que se perseguiu com a criação do Capítulo com as definições, optou-se (i) pelo deslocamento das definições muito extensas ou que podiam facilmente ser deslocadas, para o glossário, e (ii) pela inserção de referência ao dispositivo com sua definição, quando estruturalmente, para facilitar a compreensão pelo leitor, fazia mais sentido mantê-las no corpo da norma.

Neste sentido, não obstante os comentários recebidos, a CVM não acatou os comentários por entender que o formato proposto é mais adequado.

O Grupo de Gestores sugere que seja especificado, na definição de administrador de carteira constante do inciso I, que se trata de pessoa jurídica autorizada pela CVM para o exercício profissional de administração de carteira “de valores mobiliários”, razão pela qual se sugere a inclusão de referida expressão.

O Grupo de Gestores, BM&FBOVESPA e Carvalhosa sugerem, na definição de “amortização (de cotas)” constante o inciso III, que seja especificado que a mesma ocorre “por deliberação” da assembleia, razão pela qual sugerem a inclusão de referido termo em sua definição.

BM&FBOVESPA e Carvalhosa sugerem, na definição de “apropriação” constante do inciso IV, que se especifique que se trata de despesa incorrida “pelo fundo”, motivo pelo qual sugerem a inclusão de referida expressão.

Spalding sugere que, na definição de “carteira”, definida na minuta como “conjunto de ativos financeiros do fundo”, nos termos do inciso IX, fosse especificado que a carteira abrange não apenas o conjunto dos ativos financeiros, mas também de títulos, valores mobiliários e disponibilidades.

ANBIMA, BM&FBOVESPA e Carvalhosa sugerem ajustes de redação nas definições de “cotista” e “data do pedido de resgate”, constantes, respectivamente, dos incisos XIV e XVIII, de forma que fique claro que o cotista é proprietário (e não mero detentor da posse) das cotas.

A ANBIMA sugere ainda, especificamente na definição de “cotista”, que se explicita que o registro nos livros pode se dar por meio de sistemas informatizados, e Carvalhosa, na definição de “data da aplicação”, que se trata da data em que os recursos são disponibilizados para o fundo.



CVM

Comissão de Valores Mobiliários
Protegendo quem investe no futuro do Brasil

ANBIMA também sugere ajustes na definição de “prazo de carência (para resgate)”, constante do inciso XXXVI (inciso XXXIX da versão final), de forma a especificar que este prazo não necessariamente começa a ser contado da emissão de cotas, e que se trata de período em que o cotista terá restrições para solicitar resgates.

O Grupo de Gestores sugere ajuste na definição de “prazo para pagamento de resgate”, constante do inciso XXXVII (inciso XL da versão final), de forma a esclarecer que o prazo em questão começa a ser contado do pedido de resgate (e não da conversão de cotas).

Spalding sugere, na definição de “regulamento”, constante do inciso XXXIX (inciso XLII da versão final), que a definição especifique que o regulamento é aprovado pelo administrador e deve conter “no mínimo” o que a Instrução exige.

A ANBIMA sugere que, na definição de “taxa de administração” (inciso XLII da minuta divulgada e XLIII da versão final), seja excluída a referência ao serviço de custódia. Referida associação também sugere que a definição de “taxa de performance” indique que a mesma pode também ser cobrada do fundo e remunerar os rebates autorizados.

Os comentários foram considerados pertinentes, e com alguns ajustes de forma e redação, foram refletidos na minuta.

A respeito da sugestão do Spalding no que se refere à definição de “carteira”, se entendeu conveniente incluir apenas o termo “disponibilidades” (e não “títulos e valores mobiliários”, já que na atual definição de “carteira” já consta o termo “ativos financeiros”, cuja definição já abrange, especificamente, os títulos e valores mobiliários que podem compor a carteira de um fundo.

Quanto à sugestão do Spalding no que se refere à definição de “regulamento”, concordou-se com a especificação de que referido documento contém “no mínimo” as disposições exigidas pela Instrução (pois referido documento pode conter outras disposições não contidas na norma), mas não foi incluído trecho que especifica que referido documento é aprovado pelo administrador, por se entender desnecessário.

Vale notar, no que diz respeito à definição de “cotista”, que a manutenção da



CVM

Comissão de Valores Mobiliários
Protegendo quem investe no futuro do Brasil

referência a “livro de registro” não prejudica a abertura e manutenção dos mesmos por meios eletrônicos, e a redação é coerente com o que dispõe o art. 1º, §1º da Instrução CVM nº 543, de 20 de dezembro de 2013⁴.

Salusse sugere que a definição de “classificação (do fundo)”, constante do inciso XI (“denominação de uso obrigatório, indicativa do principal fator de risco da carteira do fundo”), seja ajustada de forma que o termo “do principal fator de risco” seja trocado por “da composição da carteira”, em linha com a redação do art. 105 da minuta divulgada (art. 108 da versão final).

A Jive Asset sugere que a definição de “cota base”, constante do inciso XI, seja ajustado de forma a especificar que se trata da cota “do dia seguinte” após a última cobrança.

No que se refere à definição de “classificação (do fundo)” proposta pelo Salusse, o art. 105 da minuta divulgada (art. 108 da versão final) efetivamente dispõe que, “(q)uanto a **composição de sua carteira**, os fundos de investimento e os fundos de investimento em cotas, classificam-se em:” – e segue com a listagem das classificações.

Não obstante, os artigos que descrevem as características específicas de cada uma das classificações de fundo fazem referência ao **principal fator de risco** que o caracteriza⁵.

Neste sentido, com o objetivo de incorporar os dois atributos em sua definição, optou-se por manter a menção ao fator de risco, mas incluir referência ao art. 105 da minuta divulgada (art. 108 da versão final).

⁴ Art. 1º O serviço de escrituração de valores mobiliários deve ser prestado por pessoas jurídicas autorizadas pela CVM nos termos da presente Instrução.

§ 1º A prestação de serviços de escrituração de valores mobiliários compreende:

I – a abertura e manutenção, em sistemas informatizados, de **livros** de registro, conforme previsto na regulamentação em vigor; (...)

⁵ Art. 109. Os fundos classificados como “Renda Fixa”, devem ter como **principal fator de risco** de sua carteira a variação da taxa de juros, de índice de preços, ou ambos;

Art. 115. Os fundos classificados como “Ações” devem ter como **principal fator de risco** a variação de preços de ações admitidas à negociação no mercado organizado;

Art. 116. Os fundos classificados como “Cambiais” devem ter como **principal fator de risco** de carteira a variação de preços de moeda estrangeira ou a variação do cupom cambial.

Art. 114. Os fundos classificados como “Multimercado” devem possuir políticas de investimento que **envolvam vários fatores de risco**, sem o compromisso de concentração em nenhum fator em especial ou em fatores diferentes das demais classes previstas no art. 105



CVM

Comissão de Valores Mobiliários
Protegendo quem investe no futuro do Brasil

Quanto à definição proposta pela Jive Asset para “cota base”, a sugestão não foi acatado. Para maiores detalhes, vide Seção 4.25, que consolida os comentários relacionados à taxa de performance.

A BM&FBOVESPA, CETIP, ANBIMA e o Grupo de Gestores fizeram sugestões de aprimoramento às definições de “distribuidor” e “instituição intermediária”, constantes dos incisos X e XXX da minuta divulgada, respectivamente, em função de falta de clareza da diferença entre as duas definições.

Os comentários foram considerados pertinentes, razão pela qual as duas definições foram excluídas, e substituídas por definição única de “intermediário”, constante do inciso XXXII da versão final da Instrução.

4.3. Resgate de fundos abertos e destinação direta de valores (art. 4º)

A ANBIMA e o Grupo de Gestores sugerem que a redação do art. 4º seja mais clara quanto à possibilidade de se solicitar o resgate de cotas “nos termos do seu regulamento”, e não “a qualquer tempo”, como consta da minuta, pois os fundos podem conter regras de carência ou regras específicas de resgate que impeçam o resgate a qualquer momento.

A BM&FBOVESPA sugere ajuste ao parágrafo único para esclarecer que valores decorrentes do reembolso de proventos do empréstimo de valores mobiliários sejam destinados diretamente aos cotistas.

Os comentários foram considerados pertinentes e incorporados à minuta.

4.4. Declaração do diretor responsável pela administração (arts. 8º e 45; art. 46 da versão final)

O Spalding sugere a exclusão do inciso II dos arts. 8º e 45 da minuta divulgada (art. 46 da versão final), que exige, por ocasião do pedido de registro do fundo e de registro de alterações de seu regulamento, respectivamente, o envio de “declaração do diretor responsável pela administração do fundo de que o regulamento do fundo está plenamente aderente à legislação em vigor”. O escritório de advocacia argumentou que (i) o Diretor responsável pela administração não tem a qualificação jurídica específica para declarar a conformidade do regulamento com a legislação vigente; e (ii) tal exigência pode dificultar a operacionalização das atividades dos fundos, em razão do tempo necessário para que tal declaração seja aprovada pela diretoria.



CVM

Comissão de Valores Mobiliários
Protegendo quem investe no futuro do Brasil

A ANBIMA sugere que a redação do inciso II seja ajustada de forma que a declaração em questão possa ser emitida pelo administrador (e não necessariamente o seu Diretor responsável), de forma a evitar ineficiências decorrentes de tal exigência.

Para evitar dificuldades operacionais decorrentes da exigência em questão, foi acolhida a sugestão da ANBIMA. Importante destacar, por óbvio, que o Diretor responsável continua sendo responsável pela adequação do regulamento do fundo à regulamentação vigente.

4.5. Disponibilização de documentos e informações (art. 10)

Chediak destaca que o dispositivo prevê apenas a possibilidade da comunicação ser eletrônica, caso o regulamento contenha expressa previsão neste sentido, sem explicitar como a mesma deve ser feita na hipótese de ausência de previsão expressa em regulamento. Neste sentido, sugere que o artigo seja ajustado para explicitar que, na ausência de previsão no regulamento, a comunicação deve se dar por meio físico.

A ANBIMA sugere que seja feita expressa referência à possibilidade da utilização da rede mundial de computadores, no **caput**, e que, nos parágrafos, sejam feitos ajustes de redação para (i) evitar interpretações que impeçam a adoção da comunicação eletrônica e (ii) deixar clara a possibilidade de manifestações de voto também serem feitas por meio eletrônico.

A Comissão de Mercado de Capitais da OAB/RJ sugere que a CVM exija, dos fundos que optem pela comunicação eletrônica, a criação de site dedicado (**hotsite**) para a disponibilização dos documentos.

Carvalhosa sugere que o §3º seja alterado, de forma a prever que o fundo que opte pela comunicação eletrônica é obrigado (e não possui a faculdade) a enviar correspondências por meio físico aos seus cotistas quando estes fizerem solicitação expressa e o regulamento especificar se os custos serão arcados pelo fundo ou pelos cotistas.

Os comentários do Chediak, ANBIMA e Carvalhosa foram considerados pertinentes, e com alguns ajustes, foram incorporados à minuta.

O comentário da Comissão de Mercado de Capitais da OAB/RJ não foi acolhido, pois

**CVM**

Comissão de Valores Mobiliários
Protegendo quem investe no futuro do Brasil

tal exigência não foi discutida com a indústria na audiência pública, podendo ser desproporcional. Nada impede, no entanto, que gestores e administradores voluntariamente criem páginas dedicadas para a disponibilização dos documentos.

O §3º (que passa a ser §4º) foi ajustado de forma a esclarecer que é facultado ao fundo que se utilize da comunicação eletrônica prever, em seu regulamento, disposição que exija o envio de correspondências por meio físico a cotista que faça tal solicitação de maneira expressa.

Em outras palavras, havendo dispositivo no regulamento que preveja o envio físico de documentos, o administrador terá de observá-lo. O que se faculta aos fundos que adotem a comunicação eletrônica é a inclusão, no regulamento, de regra que exija o envio físico para os cotistas que fizerem tal solicitação de maneira expressa. Isso porque, na ausência de previsão neste sentido no regulamento, o administrador não será obrigado a enviar correspondência física a cotista de fundo que preveja, em regulamento, a utilização exclusiva dos meios eletrônicos de comunicação.

4.6 Transferência de cotas (arts. 13 e 14)

Vários comentários recebidos propuseram a ampliação das situações em que é permitida a cessão ou a transferência de cotas de fundos abertos.

O texto original da Instrução CVM nº 409, em seu art. 12, lista três situações em que a transferência seria possível: a existência de decisão judicial, operações de execução de garantia e a sucessão universal. A minuta levada à audiência pública incluiu uma quarta possibilidade: as operações de cessão fiduciária.

A BM&FBOVESPA sugeriu a inclusão da possibilidade de transferência ou cessão no caso de cotas de fundos abertos com prazo de resgate superior a 180 (cento e oitenta) dias.

A ANBIMA sugeriu a alteração do texto relativo à cessão fiduciária, propondo que, em seu lugar, fosse feita referência às “operações de constituição de propriedade fiduciária”. Além disso, a associação propôs que fossem incluídas duas novas situações.



CVM

Comissão de Valores Mobiliários
Protegendo quem investe no futuro do Brasil

A primeira situação sugerida pela ANBIMA foi a transferência de administração ou a portabilidade de planos de previdência. A associação explicou que a transferência de administração de plano de previdência e a portabilidade de planos são situações permitidas pela regulamentação, mas, considerando que as cotas dos fundos são escrituradas em nome das entidades de previdência, os administradores enfrentam a literalidade da vedação contida nesse dispositivo nessas situações⁶.

A segunda situação cuja inclusão foi sugerida pela ANBIMA é a integralização ou resgate de cotas em ativos. Com respeito a esse ponto, a entidade argumentou que a integralização e resgate em ativos é instituto permitido somente para investidores qualificados e que tal possibilidade já seria admitida expressamente por meio do item 1.18 do Ofício-Circular/CVM/SIN/Nº 10/2013, no caso de reestruturação de família de fundos. Assim, no entendimento da participante, estender a permissão à transferência de titularidade de cotas quando da reestruturação de fundos, ainda que não se esteja efetivamente diante de uma família de fundos, visaria à otimização de estruturas e possibilitaria a racionalização de processos e de custos.

A Vinci sugeriu a inclusão da possibilidade de cessão ou transferência no caso de divórcio por escritura pública que disponha sobre a partilha dos bens do casal. A justificativa dada foi de que a redação proposta seria omissa com relação à possibilidade de transferência de cotas de fundo aberto na hipótese de partilha de bens por via administrativa, quando os cônjuges se divorciam. Nessa situação, a respondente argumenta que seria coerente conceder o mesmo tratamento à hipótese prevista no Artigo 1.124-A do Código de Processo Civil⁷.

Barcellos Tucunduva fez sugestão na mesma linha da feita pela Vinci, indicando que a Instrução deveria permitir a transferência de cotas de fundos abertos na dissolução de sociedade conjugal ou união estável por via judicial ou por escritura pública. O participante também listou outras duas hipóteses de atos que resultam em transferência de propriedade e que não haviam sido contempladas na minuta, quais sejam a ocorrência de decisão arbitral e a cisão de fundos.

⁶ Ainda a esse respeito, a ANBIMA lembrou que (i) no Relatório de Análise da Audiência Pública 01/2010, a CVM admitiu a possibilidade de existência de situações em que a transferência de cotas poderia ser necessária e razoável e sinalizou que o objetivo naquela ocasião era vedar era “a negociação por intermediários, de maneira institucionalizada ou a criação de um mercado secundário para cotas”; e (ii) no tipo de situação mencionado, o Colegiado da CVM já se manifestou favoravelmente à transferência nos Processos RJ2005/4980 (RC Nº 4836/2005) e RJ2011/5070.

⁷ Art. 1.124-A. A separação consensual e o divórcio consensual, não havendo filhos menores ou incapazes do casal e observados os requisitos legais quanto aos prazos, poderão ser realizados por escritura pública, da qual constarão as disposições relativas à descrição e à partilha dos bens comuns e à pensão alimentícia e, ainda, ao acordo quanto à retomada pelo cônjuge de seu nome de solteiro ou à manutenção do nome adotado quando se deu o casamento.



CVM

Comissão de Valores Mobiliários
Protegendo quem investe no futuro do Brasil

Com relação aos fundos fechados, a BM&FBOVESPA sugeriu que se incluísse à possibilidade de transferência das cotas, a possibilidade de transferência dos direitos de subscrição.

Ainda com relação a esse ponto, o escritório VBS&O Advogados sugeriu a alteração do trecho “bolsa de valores ou entidade de balcão organizado” por “mercado organizado de valores mobiliários”, para que o texto ficasse mais claro e tecnicamente preciso.

Por fim, o Grupo de Gestores e a ANBIMA sugeriram a inclusão de parágrafos permitindo a recompra de cotas pelos fundos fechados em linha com a possibilidade introduzida pela Instrução CVM nº 549 para os Fundos de Ações – Mercado de Acesso.

A CVM decidiu por acatar parcialmente os comentários.

Tendo em vista as argumentações apresentadas, decidiu-se por incluir, no rol de hipóteses em que se permite a transferência ou cessão de cotas de fundos abertos: (i) a transferência ou cessão de cotas decorrente de decisão arbitral (inciso I); (ii) a dissolução da sociedade conjugal por escritura pública que disponha sobre a partilha de bens (novo inciso V); (iii) a transferência de administração ou portabilidade de planos de previdência (novo inciso VI).

A sugestão dada pela BM&FBOVESPA de inclusão dos fundos com prazo de resgate superior a 180 (cento e oitenta) dias não foi aceita, pois apesar do prazo mais longo de resgate, tais fundos continuam sendo condomínios abertos. Assim, não seria conveniente correr o risco de permitir a negociação institucionalizada por intermediários ou a criação de um mercado secundário para as cotas. A sugestão de incluir a “cessão de fundos” também não foi aceita, por ser desnecessária, já que em tal hipótese há sucessão universal, hipótese já prevista no rol de exceções.

Com relação à possibilidade de transferência de cotas no caso de integralização ou resgate em ativos, a CVM entendeu por não incorporar a sugestão nesse momento, por acreditar que a regulação atual já possibilita a otimização de estruturas almejada pela ANBIMA.

O art. 14 incorpora a sugestão da BM&FBOVESPA e passa a permitir a transferência

**CVM**

Comissão de Valores Mobiliários
Protegendo quem investe no futuro do Brasil

também dos direitos de subscrição relativos a fundos fechados. A sugestão de redação feita pela VBS&O Advogados para o **caput** também foi acatada.

A sugestão dada pelo Grupo de Gestores de que se estendesse a todos os fundos fechados a prerrogativa de recomprar suas cotas foi rejeitada. A sugestão já havia sido apresentada por outro participante do mercado na Audiência Pública SDM nº 13/2013. A CVM entende, no entanto, que os Fundos de Ações – Mercado de Acesso têm características peculiares que tornam a possibilidade de recompra necessária. Assim, decidiu-se não acatar a sugestão no momento, não se descartando, no entanto, a possibilidade de seu acatamento em revisões futuras da Instrução.

4.7 Fechamento do fundo a novos investimentos (soft close) (art. 19)

O CFA sugeriu ajuste à regra que trata da suspensão de novas aplicações no fundo aberto e exige, nesta situação, que os novos investidores e os cotistas atuais sejam tratados de forma indistinta.

Considerando que os investidores profissionais são investidores mais sofisticados ou que contam com assessoria financeira adequada, o CFA entende que a regra poderia ser flexibilizada para os fundos abertos destinados exclusivamente a estes investidores, sendo permitido, a esses fundos, fechar o fundo apenas a novos cotistas.

O comentário foi considerado pertinente e está refletido na minuta.

4.8 Distribuição (arts. 22 - 24)

A VINCI sugere que as comunicações de início e encerramento da distribuição de que tratam os incisos I e II do art. 22 sejam dispensadas na hipótese em que a totalidade dos cotistas na assembleia geral que deliberar a nova distribuição delibere neste sentido.

Carvalhosa sugere que seja estabelecido, nos §§4º e 8º do art. 22, que tratam de hipóteses em que os cotistas podem optar pela devolução dos recursos – quais sejam: (i) quando as condições da oferta se alterarem; e (ii) quando as cotas não tenham sido totalmente subscritas (e a assembleia não tenha fixado número mínimo) –, prazo máximo para o exercício de tal direito pelos subscritores, tornando-os mais precisos e menos passíveis de contestação. A BM&FBOVESPA sugere que no §4º seja estabelecido prazo de 5 (cinco) dias úteis para que os cotistas possam dissentir.

**CVM**

Comissão de Valores Mobiliários
Protegendo quem investe no futuro do Brasil

Carvalhosa e VBS&O Advogados sugerem ajuste ao art. 23, que veda nova distribuição de cotas antes de subscrita a distribuição anterior. O primeiro participante sugere que se especifique que a vedação ocorre antes de “integralmente” subscrita a distribuição anterior, enquanto o segundo sugere que o termo “subscrita” seja substituída por “encerrada”, por tornar a redação mais técnica tendo em vista a possibilidade das cotas serem canceladas.

ANBIMA e Vinci sugerem ajuste ao art. 24, que exige que as importâncias recebidas pelo fundo durante o processo de distribuição de cotas sejam investidas apenas em determinados ativos predefinidos⁸. Os participantes sugerem que, uma vez subscrita à quantidade mínima de cotas de que trata o §6º do art. 22⁹, seja permitido ao fundo realizar investimentos nos termos do seu regulamento. Os participantes ponderam que, uma vez subscrita a quantidade mínima de cotas que garante a constituição do fundo e validade da oferta, deveria se permitir o início das atividades do fundo. Essa permissão atende ao melhor interesse do cotista e à estratégia do fundo.

A sugestão da Vinci (de dispensar as comunicações de início e encerramento de distribuição de que tratam os incisos I e II do art. 22 na hipótese em que a totalidade dos cotistas deliberem neste sentido) não foi acolhida, pois referidas comunicações não se destinam apenas aos cotistas do fundo, mas também ao mercado em geral.

As demais sugestões foram consideradas pertinentes e, após alguns ajustes de forma, foram incorporados a minuta.

4.9 Termo de adesão e ciência de risco (art. 25)

O § 1º do art. 25 da minuta divulgada, que define características do termo de adesão e ciência de risco, foi objeto de comentários pela BRAM, Spalding, VBS&O, Salusse, Ulhôa Canto e CFA, em especial no que se refere à limitação feita ao número de caracteres (máximo de 5.000) e número de fatores de risco a serem listados (os 5 principais fatores) no termo em questão.

⁸ Art. 24. As importâncias recebidas na integralização de cotas, durante o processo de distribuição de cotas de fundo fechado, devem ser depositadas em banco comercial, banco múltiplo com carteira comercial ou Caixa Econômica em nome do fundo, sendo obrigatória sua imediata aplicação em títulos públicos federais, operações compromissadas com lastro em títulos públicos federais ou em cotas de fundos de investimento classificados em conformidade com o disposto nos arts. 111 e 113.

⁹ § 6º A assembleia de cotistas que deliberar a distribuição de novas cotas do fundo fechado pode dispor sobre o número mínimo de cotas que devam obrigatoriamente ser subscritas para que a distribuição seja mantida, e o tratamento a ser dado no caso de não haver a subscrição total das cotas previstas.



CVM

Comissão de Valores Mobiliários
Protegendo quem investe no futuro do Brasil

A BRAM propôs a exclusão do dispositivo, por considerar que a redação proposta representaria um risco ao administrador e ao intermediário, uma vez que interpretações pretéritas de órgãos de defesa do consumidor sobre a insuficiência das informações sobre fatores de risco poderiam aumentar a ocorrência de demandas judiciais neste sentido.

Ulhôa Canto, VBS&O e Spalding observam que a limitação objetiva pode prejudicar a informação sobre outros riscos consideráveis e relevantes, razão pela qual propuseram a exclusão dos limites, uma vez que isso poderia ocasionar incompletude de informações aos investidores. VBS&O sugeriu, alternativamente, a ampliação do limite de 5.000 para 20.000 caracteres, ao passo que Salusse sugeriu o alargamento para 10.000 caracteres.

CFA sugeriu a inclusão da obrigação de divulgar, no termo de adesão, um sumário dos principais conflitos de interesse na distribuição do fundo.

A CVM não acatou as sugestões de flexibilizar a limitação de caracteres e quantidade de fatores de risco no termo de adesão e ciência de risco. O objetivo é que o administrador e o gestor sejam efetivamente mais criteriosos na descrição dos fatores de risco do fundo.

Importante observar que, sempre que necessário, informações mais detalhadas a respeito dos fatores de risco devem constar do formulário de informações complementares. Neste sentido, com o objetivo de melhor orientar o investidor, foi incluído inciso II exigindo que, do termo de adesão, também conste “aviso de que informações mais detalhadas podem ser obtidas no formulário de informações complementares”.

A sugestão apontada pela CFA também não foi aceita, pois as informações relativas à política de distribuição já devem constar da lâmina e do formulário de informações complementares, documentos mais adequados para tanto.

Spalding sugeriu alterar a redação do §2º do art. 25 da minuta divulgada, ampliando também ao administrador, e não apenas ao intermediário a obrigação de disponibilizar aos cotistas a versão vigente do regulamento e a versão atualizada da lâmina de informações especiais.

O Grupo de Gestores, por sua vez, sugeriu apenas adaptar a redação do dispositivo ao fato de a lâmina não ser obrigatória para todos os fundos de investimento.



CVM

Comissão de Valores Mobiliários
Protegendo quem investe no futuro do Brasil

As sugestões foram consideradas pertinentes e refletidas na nova minuta.

BM&FBOVESPA sugeriu substituir, no §3º do art. 25 da minuta divulgada¹⁰ as referências aos termos “assinatura” por “formalização”, de modo a uniformizar a redação do art. 25. Também neste sentido, Carvalhosa sugeriu a uniformização na utilização dos termos, pois o **caput** trata da “formalização” enquanto o §3º faz menção à “assinatura”, bem como esclarecimento do que seria “formalização”.

Spalding, por outro lado, propôs a exclusão de referido parágrafo, por entender que é mais fácil, em termos operacionais, obter novo termo de adesão do que verificar possíveis alterações ao regulamento do fundo em relação ao período da saída do cotista e seu novo ingresso.

As alterações propostas pela BM&FBOVESPA e Carvalhosa foram consideradas pertinentes e incorporadas à nova minuta. Em atenção à observação de Carvalhosa, a referência foi ajustada para “anteriormente formalizada”, de modo a deixar claro que a formalização, no §3º, tem o mesmo sentido e alcance do disposto no **caput**.

A sugestão de Spalding não foi acolhida, pois a dispensa em questão foi incorporada à minuta em atendimento a pleito da ANBIMA, que congrega expressiva parcela dos participantes da indústria de fundos de investimento, o que leva a crer que a medida reduz ônus operacionais.

4.10 Compromisso de Investimento (art. 27, parágrafo único)

ANBIMA propôs a extensão da regra atualmente vigente para os Fundos de Ações - Mercado de Acesso, inserida pela Instrução CVM nº 549/14 na forma do art. 95-B, §8º, da atual Instrução CVM nº 409, para os demais fundos de investimento, desde que destinados a investidores qualificados.

Referido dispositivo autoriza a realização de investimento por meio de compromisso no qual o investidor fica obrigado a integralizar o valor do capital comprometido à medida que o administrador fizer chamadas, de acordo com prazos, processos decisórios e demais procedimentos estabelecidos no próprio compromisso de investimento.

¹⁰ Referido dispositivo dispensa a assinatura do termo de adesão e ciência de risco na hipótese em que o cotista efetua resgate total do fundo e volta a investir no mesmo fundo.



CVM

Comissão de Valores Mobiliários

Protegendo quem investe no futuro do Brasil

A sugestão foi considerada pertinente pela CVM e incorporada à nova minuta.

4.11 Subscrição por conta e ordem (arts. 33 a 36)

ANBIMA sugeriu a inclusão das notas de investimento e extrato dentre os documentos cuja responsabilidade de fornecimento aos clientes é assumida pelos intermediários que estiverem atuando por conta e ordem dos clientes.

A sugestão foi considerada pertinente e refletida na nova minuta.

Spalding e Sparta apresentaram comentários a respeito dos prazos previstos no parágrafo único do art. 33 da minuta divulgada, que implicam em prazos diferenciados a serem observados pelo administrador no envio de informações e instruções a respeito das assembleias a serem encaminhadas ao intermediário que estiver atuando por conta e ordem dos clientes. Os prazos em questão têm por objetivo permitir que o intermediário que esteja atuando por conta e ordem tenha tempo hábil para encaminhar as informações em questão para os cotistas e viabilizar sua participação nas assembleias.

Sparta propôs que o intermediário por conta e ordem receba a convocação com apenas 1 (um) dia útil de antecedência da convocação de assembleia pelo administrador por meio eletrônico.

Spalding, por sua vez, observou que a adoção de prazos diferenciados poderia suscitar, na prática, tratamento diferenciado entre os cotistas clientes de instituições intermediárias que optaram por investir na modalidade de conta e ordem e os demais cotistas do fundo, sugerindo, assim, a uniformização dos prazos.

As alterações propostas não foram aceitas pela CVM. A adoção de prazos diferenciados tem por objetivo permitir que o intermediário que esteja atuando por conta e ordem tenha tempo hábil de enviar a convocação a seus clientes em função da forma de convocação da assembleia (meio físico ou eletrônico).

ANBIMA e Spalding sugeriram alteração da regra constante do art. 34, §4º, da minuta divulgada, que autoriza o administrador e o intermediário que estiver atuando por conta e ordem de clientes a adotar medidas adicionais às previstas no dispositivo com o objetivo de assegurar a segurança necessária de que o investimento foi realizado pelo intermediário nos termos demandados.



CVM

Comissão de Valores Mobiliários
Protegendo quem investe no futuro do Brasil

Para a ANBIMA, o dispositivo deveria fazer referência apenas ao intermediário, considerando a impossibilidade de o administrador discriminar o investimento realizado pelo cliente ou de enviar correspondências, uma vez que não possui informações cadastrais.

Spalding propôs inserir observação de que tais medidas adicionais não poderiam implicar em tratamento diferenciado aos cotistas que investirem por conta e ordem em detrimento dos demais cotistas dos fundos.

As alterações propostas não foram aceitas, pois (i) a minuta confere ao administrador a possibilidade (e não obrigação) de adotar tais medidas adicionais para assegurar a segurança do investimento realizado por conta e ordem; e (ii) as “medidas adicionais” tem por objetivo específico “dar ao cliente que houver investido em fundos por conta e ordem a segurança necessária de que o investimento foi realizado”, o que não gera tratamento diferenciado destes cotistas em detrimento dos demais cotistas do fundo.

A ANBIMA propôs a manutenção da regra constante do atual art. 38 da Instrução CVM nº 409, que garante ao cliente a faculdade de permanecer cotista do fundo, mesmo em caso de rompimento do contrato entre administrador e o intermediário, ocasião em que caberia ao intermediário fornecer ao administrador toda a documentação cadastral do cliente.

A proposta não foi aceita. A CVM entende que a identificação dos clientes é o principal ativo do intermediário que atua por conta e ordem, sendo mais adequado que o procedimento a ser seguido na hipótese de rescisão contratual seja negociado e estabelecido pelos contratantes.

4.12 Resgate (art. 37)

No que se refere ao resgate compulsório previsto no art. 37, parágrafo único, a BRAM sugeriu que fosse sempre obrigatória a aprovação do procedimento pela assembleia geral de cotistas, mesmo nos casos em que haja previsão no regulamento do fundo, de modo a evitar que tal evento se sujeite unicamente à vontade do administrador.

ANBIMA e VBS&O, por sua vez, sugeriram a complementação do art. 37, parágrafo único, inciso II, propondo, respectivamente, a exigência de que o resgate seja feito de forma simultânea entre os cotistas e de maneira proporcional ao número de cotas detidas por cada um.



CVM

Comissão de Valores Mobiliários
Protegendo quem investe no futuro do Brasil

A proposta de BRAM, não foi acolhida, tendo em vista que a minuta divulgada, ao prever a possibilidade de o regulamento ou a assembleia de cotistas autorizarem o resgate compulsório, tem por objetivo justamente não tornar o procedimento do resgate compulsório de cotas excessivamente burocrático. Nesse sentido, é importante notar que apenas se dispensa a aprovação da assembleia na hipótese em que o regulamento determina a forma e as condições de realização do resgate, justamente para que se assegure que tal procedimento siga claro balizamento.

As sugestões de ANBIMA e VBS&O foram consideradas pertinentes e refletidas na nova minuta.

Vinci sugeriu que a possibilidade de resgate compulsório fosse estendida aos fundos fechados. E ainda, que fosse possível ao administrador resgatar compulsoriamente as cotas de investidor que deixe de se adequar ao público alvo do fundo, sem que esse resgate afete outros cotistas.

As propostas apresentadas pela Vinci não foram aceitas. Em razão no ineditismo da possibilidade do resgate compulsório de cotas, a CVM entende que a proposta original, ao menos nesse primeiro momento, é a mais adequada.

4.13 Fechamento do Fundo (art. 39)

Salusse sugere ajuste ao art. 39, §2º da minuta, que impõe ao administrador de fundo que permaneça fechado por período superior a 5 (cinco) dias consecutivos para a realização de resgates por conta de fechamento de mercados e/ou iliquidez inesperada, a obrigação de convocar assembleia para deliberar sobre possíveis medidas. Referido participante propõe que o prazo em questão seja reduzido para 2 (dois) dias, considerando a necessidade de solução rápida dos problemas de liquidez.

A alteração sugerida não foi aceita, pois a CVM entende que o prazo de 5 (cinco) dias estipulado na minuta é adequado.

De fato, como mencionado pelo participante, os problemas de liquidez devem ser sanados assim que possível. No entanto, o prazo previsto no art. 39, §2º, diz respeito apenas à convocação da assembleia de cotistas para a tomada das decisões que são de sua competência. Essa convocação é necessária nas situações em que os problemas de liquidez



CVM

Comissão de Valores Mobiliários
Protegendo quem investe no futuro do Brasil

são mais graves e têm um caráter mais duradouro, mas não se confunde com os procedimentos que administrador e gestor devem seguir imediatamente para a resolução dos problemas de liquidez do fundo.

4.14 Divulgação de informações (art. 40)

A BM&FBOVESPA sugeriu a inclusão, dentre os agentes obrigados a disponibilizar, pela rede mundial de computadores, os materiais relacionados ao fundo incluir a entidade administradora do mercado organizado onde as cotas sejam admitidas à negociação.

A ANBIMA, por sua vez, propôs o aprimoramento da redação do **caput** do art. 40, com a inclusão de referência aos “canais eletrônicos” dos agentes responsáveis por disponibilizar as informações, de modo a evitar distorções no entendimento do local de disponibilização.

A BM&FBOVESPA sugeriu que a obrigação do intermediário referente à disponibilização, na rede mundial de computadores, dos materiais relacionados ao fundo cessasse após o término da oferta.

As alterações sugeridas pela BM&FBOVESPA foram consideradas pertinentes e incorporadas à minuta.

A sugestão da ANBIMA não foi aceita, pois se entende estar suficientemente claro que a disponibilização em questão se dará por meio de páginas na internet.

Spalding ponderou que a obrigação de elaboração e divulgação da política de distribuição de cotas pelos fundos de investimento não seria necessária, uma vez que essa exigência aumentaria o tamanho e complexidade das informações prestadas sem necessariamente contribuir para o processo de tomada de decisões.

O comentário não foi acatado, pois a CVM entende que informações relativas à política de distribuição de cotas pelos fundos é necessária para elevar a transparência da

**CVM**

Comissão de Valores Mobiliários
Protegendo quem investe no futuro do Brasil

indústria, principalmente em razão das características específicas da indústria de fundos brasileira, onde os canais de distribuição são significativamente concentrados¹¹ e nos quais há potenciais conflitos de interesse.

4.15 Formulário de Informações Complementares (art. 40, §1º; art. 41 da versão final)

VBS&O Advogados propôs a reformulação da organização da minuta no tocante às informações obrigatórias do Formulário de Informações Complementares, elencadas no art. 40, § 1º da minuta divulgada, sugerindo o seu deslocamento para uma Seção específica do Capítulo V, a exemplo do que foi feito com as disposições que tratam do Regulamento, Lâmina e Material de Divulgação.

A CVM acatou a sugestão apresentada, e refletiu a alteração na nova minuta. Com a realocação, as informações estão agora dispostas na Seção II do Capítulo V.

VBS&O aponta incongruência no tratamento pertinente à divulgação de riscos, pois a minuta determina que os “fatores de risco” sejam expostos no Formulário de Informações Complementares (art. 40, §1º, inciso IV da minuta divulgada; art. 41, inciso IV versão final) e os “riscos assumidos pelo fundo” indicados no Regulamento (art. 43, inciso XVI da minuta divulgada; art. 44, inciso XVII da versão final).

Como alternativa, sugerem que (i) referidas informações sejam exigidas apenas em um documento; (ii) as redações sejam uniformizadas; ou (iii) a CVM esclareça o seu entendimento a respeito da diferença entre os dois termos.

As sugestões de redação não foram acolhidas, pois a CVM entende que “riscos assumidos” e “fatores de risco” são coisas distintas. Por exemplo, o gestor pode assumir o risco de iliquidez, concentração de ativo ou de alavancagem, contudo a natureza do risco do ativo não é alterada por estas opções (p. ex. risco bolsa, taxa de juros ou variação cambial).

O IBRI solicita esclarecimento com relação à atualização do Formulário de Informações Complementares, pois não teria ficado claro se o prazo de 5 (cinco) dias úteis para a atualização é

¹¹ Atualmente existem 15.922 fundos registrados nos termos da Instrução CVM nº 409, e 153 distribuidores de cotas. Os 10 maiores distribuidores são responsáveis pela distribuição de 11.316 fundos (71% do total), enquanto que os 143 demais distribuem 4.606 fundos (29% do total).



CVM

Comissão de Valores Mobiliários
Protegendo quem investe no futuro do Brasil

aplicável também ao seu envio ao cotista. Além disso, sugerem que as matérias de que tratam os incisos I, II, V, VII e VIII¹² permaneçam como atribuições da assembleia, destacando que a matéria do inciso VII, qual seja, a política de administração de riscos, merece especial atenção.

O Formulário de Informações Complementares é documento a ser disponibilizado de maneira eletrônica, não havendo, portanto, a obrigação de envio ao cotista.

Quanto à sugestão de manter determinadas matérias no regulamento, e sua alteração atribuição da assembleia, a CVM entende que referidas matérias, de forma geral, possuem natureza dinâmica. Não obstante, nada impede que as mesmas sejam incorporadas ao regulamento do fundo, caso assim se queira.

Carvalhosa sugeriu ajuste na redação do art. 40, §4º, inciso II da minuta divulgada (art. 41, §3º, inciso II da versão final), que exige que a política de distribuição do fundo exponha, dentre outras questões, “se o principal distribuidor oferta, para o público alvo do fundo, preponderantemente produtos deste gestor, ou de gestoras ligadas ao seu grupo”, por entender que a redação não estava suficientemente clara.

O objetivo do inciso em questão é levar ao conhecimento do investidor se determinado fundo lhe está sendo ofertado por meio de plataforma fechada, ou seja, em canal que se concentra, preponderantemente, na oferta de fundos geridos por gestores de um mesmo grupo econômico.

A redação do dispositivo foi aprimorada, o que está refletido no art. 41, §3º, inciso II, da versão final.

¹² I – periodicidade mínima para divulgação da composição da carteira do fundo, sem prejuízo do prazo previsto no art. 59, inciso II;

II – local, meio e forma de divulgação das informações;

V – descrição da política relativa ao exercício de direito do voto decorrente dos ativos financeiros detidos pelo fundo;

VII – descrição da política de administração de risco, com a descrição dos métodos utilizados pelo administrador para gerenciar os riscos a que o fundo se encontra sujeito, inclusive risco de liquidez;

VIII – quando houver, identificação da agência de classificação de risco de crédito contratada pelo fundo, bem como a classificação obtida e advertência de que a manutenção desse serviço não é obrigatória, podendo ser descontinuado, a critério do administrador do fundo ou da assembleia geral de cotistas;



CVM

Comissão de Valores Mobiliários

Protegendo quem investe no futuro do Brasil

4.16 Lâmina (art. 43; art. 42 da versão final)

A Vinci propôs alteração na redação do §2º, de modo a deixar expresso que a vedação à utilização da denominação “lâmina” para materiais que não atendam ao disposto naquele artigo se destina não apenas ao fundo, mas também ao seu administrador e a todos os demais prestadores de serviço do fundo.

Esse mesmo participante sugeriu ainda que o artigo fosse ajustado de forma a permitir, na lâmina, que fosse também divulgado valor da cota considerando a incorporação de todos os proventos e amortizações ao patrimônio do fundo.

A CVM considerou pertinente a sugestão, e incorporou a alteração na nova minuta.

Já a sugestão de permitir a divulgação, na lâmina, de valor da cota incorporando todos os proventos e amortizações ao patrimônio do fundo, não foi aceita. A CVM reconhece a relevância da informação em questão, mas entende que a lâmina não é o documento mais adequado para a sua divulgação. Neste sentido, a minuta proposta já permite que tal informação seja divulgada na Demonstração de Desempenho (logo após a tabela 2.2) e no Perfil Mensal (item 24).

Não obstante, tais dispositivos faziam referência apenas aos rendimentos advindos da carteira, e não às quantias recebidas a título de amortização. Por essa razão, a redação de ambos foi ajustada de forma a permitir que também os valores pagos aos cotistas a título de amortização fossem considerados.

4.17 Regulamento (art. 43; art. 44 da versão final)

BM&FBOVESPA propôs a alteração do inciso VII do **caput** do art. 43 (art. 44 da versão final) da minuta divulgada, de modo a permitir que a taxa de administração também possa ser estabelecida com base no valor de mercado das cotas negociadas nos mercados de bolsa ou balcão organizado, como alternativa ao percentual sobre o patrimônio líquido.

O Grupo de Gestores, por sua vez, sugeriu prever que a taxa de administração também pudesse ser estabelecida em valores absolutos.



CVM

Comissão de Valores Mobiliários
Protegendo quem investe no futuro do Brasil

A sugestão da BM&FBOVESPA não foi acolhida, pois o mercado secundário de cotas de fundos registrados com base na Instrução CVM nº 409 ainda é muito pouco líquido¹³. Neste sentido, considerando que a falta de liquidez prejudica a formação adequada do preço, a adoção do método de valor de mercado poderia gerar distorções na cobrança.

A proposta do Grupo de Gestores também não foi aceita, por se entender que a mesma prejudicaria a comparabilidade dos fundos.

O IBRI e a BRAM sugeriram inclusões no rol de matérias que devem necessariamente constar do regulamento.

O IBRI sugeriu a inclusão de “disposição acerca da escolha dos auditores independentes, pela importância do trabalho por esses desenvolvido bem como custos relevantes atrelados”, e a BRAM sugeriu a inclusão de informações a respeito da tributação aplicável ao fundo e a seus cotistas.

A CVM entende que as matérias em questão não devem ser incorporadas ao rol de matérias que devem necessariamente constar do regulamento, por terem natureza mais dinâmica. Isso não impede, evidentemente, que se opte por incluir referidas informações no regulamento.

Carvalhosa sugeriu alterar a redação do art. 43 da minuta divulgada (art. 44 da versão final), parágrafo único, inciso IV, que exige que a política de investimento contenha informações sobre a realização de operações em valor superior ao seu patrimônio, e seus níveis de alavancagem. O ajuste teria, por objetivo, explicitar que a disposição corresponde, na verdade, a uma faculdade, tendo em vista a possibilidade de o fundo não realizar operações em valor superior ao seu patrimônio.

O Grupo de Gestores sugeriu prever, no parágrafo único do art. 44 da minuta divulgada (art. 45 da versão final), que, em regra, as alterações de regulamento são eficazes a partir do prazo para pagamento de resgate estabelecido no regulamento do fundo, se esse prazo for superior aos 30 (trinta) dias previstos na redação anteriormente divulgada.

¹³ Existem atualmente apenas 4 fundos registrados nos termos da Instrução CVM nº 409 cujas cotas são admitidas a negociação em mercado organizado.



CVM

Comissão de Valores Mobiliários
Protegendo quem investe no futuro do Brasil

ANBIMA apresentou sugestão de alteração do inciso II do art. 46 da minuta divulgada (art. 47 da versão final), que permite a alteração do regulamento sem a realização de assembleia geral quando tal alteração for necessária em virtude da atualização dos dados cadastrais do administrador, gestor ou custodiante do fundo. Referido participante sugeriu que a referência ao administrador, ao gestor e ao custodiante fosse substituída por “prestadores de serviços”, por entender que os regulamentos podem englobar informações cadastrais de outros prestadores de serviços que não aqueles, cuja alteração deveria ser possível sem a realização de assembleia.

A CVM considerou as sugestões pertinentes, incorporando as alterações na nova minuta.

4.18 Material de Divulgação (art. 48; art. 49 da versão final)

ANBIMA propôs alterações nos incisos I e IV do art. 48 da minuta divulgada (art. 49 da versão final), de modo a exigir que qualquer material de divulgação do fundo mencione e seja consistente não apenas com o regulamento, mas também com a lâmina.

As sugestões foram consideradas pertinentes pela CVM, e incorporadas na nova minuta.

O Grupo de Gestores propõe a exclusão do inciso II do art. 48 da minuta divulgada (art. 49 da versão final), que dispõe que qualquer material de divulgação do fundo deve “ser elaborado em linguagem serena e moderada, advertindo seus leitores para os riscos do investimento” uma vez que a preocupação com a linguagem da documentação já estaria endereçada em razão da referência aos parágrafo do art. 40 constante do inciso VII.

A CVM entende que o dispositivo deve ser mantido, pois as exigências constantes do art. 48 (atual art. 49) e do art. 40 se complementam.

O Grupo de Gestores sugeriu a inserção de observação no inciso VI do art. 48 da minuta divulgada (art. 49 da versão final), de modo a esclarecer que o material de divulgação dos fundos deve conter as informações do item 12 da lâmina apenas quando a mesma não for obrigatória.

A sugestão foi acolhida e refletida na nova minuta.



CVM

Comissão de Valores Mobiliários
Protegendo quem investe no futuro do Brasil

ANBIMA sugeriu a inclusão de parágrafo no art. 48 (art. 49 da versão final), de modo a incluir exceções ao alcance dos incisos V e VI de referido artigo, que exigem, respectivamente, que qualquer material publicitário seja apresentado em conjunto com a lâmina e contenha as informações do item 12 da lâmina¹⁴. Ficariam, portanto, excetuadas da obrigação de cumprir referidos comandos: (i) os materiais de divulgação veiculados em áudio, vídeo ou mídia impressa; (ii) os materiais que citem mais de um fundo de investimento, sem destacá-los; (iii) os materiais que exclusivamente citem a rentabilidade de mais de um fundo de investimento; e (iv) textos de natureza digital ou impressa que impossibilitem, por restrições técnicas, a disponibilização de tais documentos.

BRAM também sugeriu a criação de regra de exceção às hipóteses em que a divulgação da lâmina seja incompatível com o tipo de peça publicitária.

A CVM acolheu parcialmente as sugestões propostas pela ANBIMA. A exceção quanto ao alcance do inciso VI não foi acolhida, tendo em vista que esse item trata de informação muito sucinta.

A CVM considera que as observações da BRAM são atendidas pelo acolhimento das sugestões da ANBIMA, nos termos acima.

4.19 Divulgação de resultados do fundo (art. 49; art. 50 da versão final)

Vinci sugeriu a inclusão de exceção ao disposto no art. 49 (art. 50 da versão final) da minuta divulgada, de modo a prever que o período de carência de 6 (seis) meses previsto no **caput** não se aplicaria à divulgação equitativa de informações sobre os resultados do fundo aos cotistas. Tal participante justifica que frequentemente os cotistas solicitam tais informações, não fazendo sentido a proibição legal quando o cotista demanda a informação em questão.

A CVM não acolheu a sugestão da Vinci, pois na hipótese de solicitação do cotista, este deve ser orientado a buscar as informações públicas disponíveis, por exemplo, no site da CVM (p.ex. patrimônio, cota).

¹⁴ **12. SUPERVISÃO E FISCALIZAÇÃO:**

- a. Comissão de Valores Mobiliários – CVM
- b. Serviço de Atendimento ao Cidadão em www.cvm.gov.br.



CVM

Comissão de Valores Mobiliários
Protegendo quem investe no futuro do Brasil

Salusse Marangoni Advogados propôs a inserção de dois parágrafos no art. 52 da minuta divulgada (art. 51 da versão final), que trata da divulgação de informações com base em análise comparativa, destacando que (i) os dados comparativos deveriam retratar períodos e épocas idênticas, e (ii) em relação aos fundos utilizados na comparação, deveriam ser apresentados os dados constantes do art. 50, inciso II, a saber, a rentabilidade mensal e a rentabilidade acumulada nos últimos 12 (doze) meses.

A CVM não acolheu a sugestão, por entender que as inclusões propostas não eram necessárias.

4.20 Informações Eventuais (arts. 55 a 58; arts. 56 a 59 da versão final)

O CFA sugeriu ajuste ao art. 55, inciso I da minuta divulgada (art. 56 da versão final), de forma que ficasse claro que tal obrigação refere-se não somente à divulgação do valor da cota, mas também ao seu cálculo. O esclarecimento é importante para que reste claro que os fundos que não tenham liquidez diária, nos termos da alínea de referido dispositivo, também sejam dispensados do cálculo em base diária.

Maria de Lourdes se posiciona contrariamente à flexibilização introduzida pela minuta, que permite que fundos que não tenham liquidez diária divulguem o valor de suas cotas em periodicidade compatível, por entender que a mesma reduz transparência.

Sparta sugere a extinção da Demonstração de Desempenho, por entender que as informações exigidas já constam da Lâmina, cuja periodicidade é menor.

Spalding sugere que a obrigação de apresentar informe diário constante do art. 58), inciso I da minuta divulgada (art. 59 da versão final), seja flexibilizado, devendo tal exigência não ser necessariamente diária, mas em periodicidade compatível àquela exigida para a divulgação do valor da cota.

A sugestão do CFA foi aceita e incorporada à minuta.

As demais sugestões não foram aceitas. A CVM entende que permitir que fundos sem liquidez diária divulguem o valor de suas cotas em periodicidade compatível com a sua liquidez é razoável, pois o cálculo e divulgação diária impõem, para esses fundos, ônus e que não se justificam, pois em razão de sua característica, a informação diária pode inclusive

**CVM**

Comissão de Valores Mobiliários

Protegendo quem investe no futuro do Brasil

conter distorções.

A CVM entende que a Demonstração de Desempenho não deve ser excluída, pois ela oferece ao cotista informações importantes para a análise da performance de seu investimento. De fato, algumas informações já são fornecidas na Lâmina, mas existem diferenças entre os dois documentos que justificam a manutenção de ambos. Por exemplo, enquanto a Lâmina apresenta simulações de despesas, a Demonstração de Desempenho informa as despesas de fato incorridas. Além disso, a lâmina não é obrigatória para os fundos destinados exclusivamente a investidores qualificados, o que reforça a necessidade da existência de ambos os documentos. E ainda, que o envio do informe diário deve permanecer sendo diário, pois referido informe contém outras informações além do valor da cota.

4.21 Atos ou fatos relevantes (art. 59; art. 60 da versão final)

BM&FBOVESPA sugeriu a compatibilização do art. 59 da minuta divulgada (art. 60 da versão final) com o art. 62 da Instrução CVM nº 461, incluindo a obrigação de divulgar informações eventuais e periódicas à entidade administradora de mercado organizado onde as cotas estejam admitidas à negociação.

A sugestão foi considerada pertinente e refletida na nova minuta.

4.22 Assembleia (arts. 67 - 76; arts. 66 – 77 da versão final)

O Grupo de Gestores e Chediak sugeriram a adequação da redação do **caput** do art. 67 da minuta proposta (art. 66 da versão final), o primeiro a respeito da retirada da exigência de envio de convocação via correspondência, e o segundo para que fosse incluída exigência de disponibilizá-las através do Sistema de Envio de Documentos da CVM.

A proposta do Grupo de Gestores foi considerada pertinente e incorporada à nova minuta.

A sugestão de Chediak também foi aceita, com ajustes. A nova redação proposta requer a disponibilização da convocação nas páginas do administrador e intermediário na rede mundial de computadores.



CVM

Comissão de Valores Mobiliários
Protegendo quem investe no futuro do Brasil

Spalding criticou o prazo de 10 (dez) dias para a convocação da assembleia previsto no § 3º do art. 66 da minuta divulgada (art. 67 da versão final), por considerar impraticável o cumprimento dos prazos de antecedência de 15 (quinze) a 17 (dezesete) dias.

A sugestão não foi aceita pela CVM. Para viabilizar a convocação, em tempo hábil, dos clientes de intermediários por conta e ordem, se exige que o administrador envie a comunicação a tais intermediários com 5 (cinco) ou 7 (sete) dias, conforme a forma de convocação.

Carvalhosa propôs que a regra do art. 71, parágrafo único da minuta proposta (art. 73 da versão final), autorizando os cotistas a votarem por meio de comunicação escrita ou eletrônica fosse prevista em um artigo próprio, de modo a estender essa possibilidade a todas as assembleias e não apenas às assembleias realizadas por meio eletrônico.

BM&FBOVESPA e Carvalhosa sugeriram aperfeiçoamento na redação do **caput** do art. 72 (art. 74 da versão final), alterando a referência às “deliberações relativas à aprovação das demonstrações contábeis” para “deliberações relativas às demonstrações contábeis”.

BM&FBOVESPA sugeriu alteração no art. 73 da minuta divulgada (art. 75 da versão final), de modo a que tenham direito a voto os cotistas do fundo inscritos no registro na data de realização da assembleia, e não na data de convocação, como previsto.

Spalding sugeriu ajuste de redação no art. 75 da minuta divulgada (art. 77 da versão final), para substituir a exigência de “envio” a cada cotista do resumo das decisões da assembleia geral por sua “disponibilização” aos cotistas, propiciando, assim, a utilização de meios eletrônicos.

A CVM considerou as alterações pertinentes (com exceção da alteração ao art. 72; art. 74 da versão final, proposta pela BM&FBOVESPA), e acatou as propostas, com pequenos ajustes de forma.

A proposta da BM&FBOVESPA não foi aceita, pois há dificuldades operacionais para identificação de cotista no dia da assembleia.

**CVM**

Comissão de Valores Mobiliários
Protegendo quem investe no futuro do Brasil

4.23 Administração (arts. 76 - 80; arts. 78 – 82 da versão final)

Carvalhosa sugeriu ajuste ao art. 76 (art. 78 da versão final), §2º, que lista os serviços que o administrador poderá contratar, em nome do fundo. Referido escritório propõe a exclusão dos incisos II e III, que tratam, respectivamente, dos serviços de consultoria de investimentos e atividades de tesouraria, de controle e de processamento dos ativos financeiros, por entender que tais atividades seriam próprias do administrador e do gestor do fundo, razão pela qual não deveriam ser objeto de terceirização.

As exclusões propostas não foram aceitas pela CVM, pois não se vislumbra problema na terceirização de referidas atividades, considerando que o administrador possui dever de supervisionar seus prestadores de serviços, já previsto pela Instrução CVM nº 409.

A FenaPrevi entende que o administrador de fundo previdenciário deveria ser autorizado ainda a contratar, em nome do fundo, para a prestação de serviços relacionados à supervisão da adequação de suas carteiras às normas do CMN, CNSP e SUSEP, seguradoras e entidades abertas de previdência complementar quando estes forem os cotistas exclusivos do fundo.

As sugestões não foram aceitas, pois a CVM entende que não compete a ela estabelecer, aos seus regulados, obrigações que dizem respeito a outros reguladores.

A ANBIMA propôs ajuste ao §3º do art. 76 (art. 78 da versão final), que trata das atribuições do gestor, de sorte a incluir a referência aos “intermediários”, para que fique claro que o gestor também possui competência para contratar corretoras para a negociação dos ativos financeiros dos fundos.

Vinci propôs alteração ao §4º do art. 76 (art. 78 da versão final), que dispõe que o gestor deve encaminhar ao administrador, no prazo de 5 (cinco), os documentos originais que firmar em nome do fundo. Referido participante sugere que o gestor seja obrigado a encaminhar ao administrador uma cópia, e não as vias originais de tais documentos. Segundo a Vinci, o envio de cópia seria suficiente para o administrador ser cientificado a respeito da operação.

A ANBIMA sugeriu que a possibilidade de contratação de formador de mercado, autorizado aos Fundos de Ações – Mercado de Acesso no âmbito da Audiência Pública nº 13/13, fosse estendida aos demais fundos regulados pela presente Instrução.



CVM

Comissão de Valores Mobiliários
Protegendo quem investe no futuro do Brasil

A CVM considerou as sugestões pertinentes, e refletiu as alterações na nova minuta.

Spalding sugeriu a inserção de dispositivo detalhando as atividades dos gestores de carteira dos fundos de investimento, de modo a tornar mais claros os limites entre os poderes, funções e responsabilidades do administrador e do gestor de carteira dos fundos. Pela redação proposta por Spalding, seriam detalhados os contratos, termos e instrumentos que poderiam ser firmados pelo gestor.

A CVM não acatou o comentário, por entender que a redação proposta já é suficientemente clara.

Tendo em vista o Ofício-Circular CVM nº 10/2013, que reconhece a regularidade da constituição de fundos de investimento com gestão compartilhada dos ativos financeiros integrantes das carteiras, a ANBIMA sugeriu a inclusão de dispositivo, na seção de disposições gerais do capítulo de administração, incorporando as exigências de referido Ofício-Circular.

A CVM considerou a sugestão pertinente, e refletiu, com ajustes, a regra na nova minuta (art. 76, § 5º; art. 78 da versão final).

ANBIMA e Carvalhosa propuseram ajustes ao artigo art. 80 (art. 82 da versão final), §2º que dispõe a respeito da possibilidade de se realizar o grupamento de ordens, em especial no que se refere à obrigação de o administrador supervisionar o gestor.

A ANBIMA propõe que a redação do art. 80 (art. 82 da versão final), §2º seja alterada, de forma a (i) incluir como dever do administrador verificar previamente se o gestor contratado possui processos que permitam o rateio, entre os fundos, das compras e vendas realizadas, por meio de critérios equitativos, preestabelecidos, formalizados e passíveis de verificação e (ii) excluir o trecho em que o administrador deve possuir mecanismos de controle e de acompanhamento suficientes para a supervisão das atividades executadas pelos gestores contratados.

Para a ANBIMA, esta proposta tem como objetivo separar as funções e responsabilidades dos participantes do mercado, cabendo a cada um envidar melhores esforços na execução de suas atribuições.

O Carvalhosa entende que a nova Instrução deveria deixar mais clara a extensão do dever de supervisão que se espera do administrador em relação aos atos praticados pelo gestor, sugerindo que a



CVM

Comissão de Valores Mobiliários
Protegendo quem investe no futuro do Brasil

redação do §2º do artigo seja aprimorada de forma a especificar a extensão do dever de supervisão do administrador, tornando sua atuação mais definida.

A CVM considera oportuno reforçar que, se por um lado o administrador tem a prerrogativa de delegar a prestação dos serviços de gestão do fundo, por outro lado ele não pode se esquivar das responsabilidades que possam advir da má prestação desses serviços, sendo seu dever supervisionar os serviços prestados por terceiros ao fundo.

Sendo assim, a sugestão da ANBIMA foi parcialmente acatada, incluindo a verificação inicial dos processos do gestor, mas preservando o dever do administrador supervisionar as atividades executadas pelos gestores contratados.

A CVM concorda com a preocupação do Carvalhosa no que diz respeito à importância de definir o papel do administrador como supervisor dos terceiros contratados e destaca que foram direcionados esforços nesse sentido, não apenas neste artigo, como também em outros (ver item 3.2 acima).

Spalding sugeriu a exclusão da referência a “inclusive aquela de que trata o art. 82” no inciso II, do art. 76 (art. 78 da versão final), que cita a consultoria de investimentos. Segundo Spalding, as atividades exercidas pelos membros de conselhos ou comitês técnicos de investimentos, referidas no art. 82 (art. 84 da versão final), não podem ser comparadas às atividades exercidas por empresas prestadoras de “consultoria de investimentos”.

Carvalhosa sugeriu ajuste de redação no §1º do art. 82 da minuta divulgada (art. 84 da versão final), para explicitar que é o regulamento do fundo que deve estabelecer as atribuições, a composição e os requisitos para convocação e deliberação dos conselhos e comitês.

Em relação ao §2º do mesmo dispositivo, Carvalhosa observou que a minuta não seria suficientemente clara ao dispor que a existência de conselhos não afasta a responsabilidade do administrador ou o gestor sobre as operações da carteira do fundo.

A sugestão de aperfeiçoamento da redação do §1º foi aceita e refletida na nova minuta.



CVM

Comissão de Valores Mobiliários
Protegendo quem investe no futuro do Brasil

Quanto ao conteúdo do §2º, foi incluída referência a comitê, em complemento à referência a conselho. No tocante à observação de Carvalhosa, a existência de conselhos e comitês naturalmente não afasta a responsabilidade do prestador de serviço que efetivamente toma as decisões de investimento.

CFA e ANBIMA sugeriram limitações à remuneração dos membros do conselho ou comitê se dar às expensas do fundo. Para ambos, a remuneração somente pode ser concebida caso os membros fossem consultores de investimentos devidamente registrados junto à CVM, e desde que o comitê ou conselho seja constituído por iniciativa do administrador ou do gestor.

A CVM aceitou as propostas por CFA e ANBIMA, com ajustes. Conforme a nova minuta, os membros do conselho ou do comitê somente poderão ser remunerados com parcela da taxa de administração quando os órgãos forem constituídos por iniciativa do administrador ou gestor.

Não obstante, não se exige que seus membros sejam obrigatoriamente registrados na CVM, pois tais profissionais podem ser especialistas em área diversa e especializada.

4.24 Taxa de administração (arts. 83 e 84; arts. 85 e 86 da versão final)

BM&FBOVESPA apresentou proposta de complementação do §2º do art. 83 da minuta divulgada (art. 85 da versão final), de maneira a exigir que a redução unilateral, pelo administrador, das taxas de administração, de performance e de ingresso e saída, seja comunicada não apenas à CVM, mas também à entidade administradora do mercado organizado onde as cotas sejam admitidas à negociação.

A sugestão foi considerada pertinente e incorporada à nova minuta.

ANBIMA, o Grupo de Gestores e Blackrock apresentaram propostas de modificação dos §§4º, 5º e 6º do art. 84 (art. 85 da versão final) da minuta divulgada, que dispõe que a taxa de administração de um fundo compreende as taxas de administração dos fundos em que ele invista.

Segundo as sugestões da ANBIMA, a aplicação da regra deveria se limitar aos fundos e fundos de investimento em cotas destinados a investidores não qualificados, considerando que o escopo da regra seria justamente proteger o investidor que eventualmente não tenha experiência com investimentos de impacto não conhecido das taxas de administração dos fundos investidos.



CVM

Comissão de Valores Mobiliários
Protegendo quem investe no futuro do Brasil

Além disso, a ANBIMA entende que as taxas de administração de fundos investidos que fossem regulados por outras instruções (tais como fundos de índice, fundos de investimento em direitos creditórios e fundos de investimento imobiliário), não deveriam ser consideradas na taxa de administração do fundo investidor caso tais investimentos não sejam preponderantes na carteira do fundo investidor.

O Grupo de Gestores também sugere que sejam desconsiderados, para efeito do estabelecimento de taxa máxima, as taxas cobradas dos fundos investidores por fundos de investimento não regulamentados pela nova instrução cujas cotas tenham sido adquiridas por ocasião de sua emissão ou nos mercados organizados em que negociadas.

Para a BlackRock, tais limitações não deveriam ser aplicáveis a fundos de investimento e a fundos de investimento em cotas que adquiram cotas de fundos de índice cujas carteiras sejam geridas por terceiros que não sejam partes relacionadas ao administrador e/ou ao gestor do fundo investidor.

As sugestões foram parcialmente acolhidas. A limitação do alcance da regra aos fundos destinados a investidores não qualificados foi considerada pertinente e incorporada à nova minuta.

Quanto aos fundos investidos cujas taxas não precisam ser consideradas para efeito da divulgação da taxa máxima, a CVM considerou pertinente desconsiderar as taxas de: (i) fundos de investimento imobiliário e fundos de índice cujas cotas sejam admitidas à negociação em mercados organizados; e (ii) fundos geridos por partes não relacionadas ao gestor do fundo investidor.

A lógica por trás desta opção é a percepção de que as cotas de fundos com certa liquidez tem seu valor determinado pelo mercado e, quando um administrador ou gestor adquire um fundo administrado ou gerido por terceiro não relacionado a ele, ele está comprando uma espécie de “ativo” ao qual ele não teria acesso de outra maneira e num ambiente, em tese, livre de conflitos de interesses. Nas duas hipóteses, a CVM entende que é razoável considerar tais cotas como “ativo final”.

Grupo de Gestores, Sparta e ANBIMA apresentaram comentários a respeito do §7º do art. 83 da minuta divulgada (art. 85, §8º da versão final), que trata da hipótese de concessão de descontos na taxa de administração pagos diretamente pelo fundo investido a fundos investidores, situação em que o valor



CVM

Comissão de Valores Mobiliários
Protegendo quem investe no futuro do Brasil

referente à taxa deve ser subtraído dos valores destinados ao provisionamento ou pagamento dos montantes devidos a fundos investidores.

Grupo de Gestores e Sparta sugeriram tratamento semelhante no caso da taxa de performance, com a complementação da redação do dispositivo nesse sentido. Este primeiro participante sugeriu, ainda, trocar a referência de “concessão de descontos na taxa” para “acordo de remuneração com base na taxa”, o que tornaria mais adequada, em sua visão, a terminologia utilizada, considerando que não haveria propriamente valores a serem pagos em caso de concessão de desconto.

ANBIMA, por fim, sugeriu substituir a regra por uma previsão admitindo o pagamento direto das taxas de administração e de performance aos fundos investidores.

Os comentários do Grupo de Gestores e SPARTA foram considerados mais adequados e foram refletidos na nova minuta, com ajustes. A redação final inclui, além da taxa de administração, a taxa de performance e usa o termo “acordo de remuneração” em vez de “desconto” tal como na versão que foi à Audiência.

4.25 Taxa de performance (arts. 84 - 86; arts. 86 – 88 da versão final)

A CFA sugere alterar o §3º do artigo 84 (art. 86 da versão final) para permitir a zeragem do histórico de rentabilidade do fundo de investimento, quando houver substituição do gestor e desde que o novo gestor não seja do mesmo conglomerado econômico do anterior. Para a proponente, a alteração incentivaria a concorrência entre gestores, sendo os cotistas os maiores beneficiados.

A Jive Asset sugere que a atual definição do §3º do art. 84 (art. 86 da versão final) seja alterada, pois o valor da cota imediatamente anterior a distribuição dos valores a serem pagos pela performance estaria inflado com uma despesa do fundo, a qual no dia seguinte não fará mais parte do patrimônio do fundo de investimento. Alinhado com esta justificativa, eles também sugerem alterar o conceito de cota base, incorporando a expressão “dia seguinte” no art. 2º, inciso XII.

A CFA e o Grupo de Gestores propõem que o §4º do art. 84 (§5º do art. 86 da versão final), que estabelece como a taxa de performance deve ser cobrada, caso a cota base atualizada pelo índice de referência seja inferior ao valor da cota base, possa ser dispensado, caso o regulamento assim determine, não apenas para os fundos destinados exclusivamente aos investidores profissionais, como também para qualificados.



CVM

Comissão de Valores Mobiliários
Protegendo quem investe no futuro do Brasil

A BRAM sugere excluir o inciso II do §4º do artigo 84 (§5º do art. 86 da versão final), para todos os fundos, pois, segundo eles, seria injusto impor limitações ao valor a ser cobrado como taxa de performance quando o índice de referência apresentar variação negativa, sendo exatamente os momentos com maior probabilidade da gestão ativa agregar retorno acima da média do mercado (“alfa”) ao fundo de investimento.

Por último, a Jive Asset propõe que a redação seja alterada para permitir aos fundos fechados a cobrança da taxa de performance de todos os valores efetivamente distribuídos aos cotistas (no sistema *waterfall* ou “cascata”), sempre que estes valores excederem o valor investido acrescido dos rendimentos à taxa escolhida como *benchmark*.

A CVM concorda com a sugestão da CFA para o §3º do art. 84 (art. 86 da versão final), e incluiu um novo parágrafo (§ 4º) que permite a zeragem do histórico de rentabilidade do fundo de investimento, quando houver substituição do gestor e desde que o novo gestor não seja do mesmo conglomerado econômico do anterior. Cabe frisar que a CVM acatou a sugestão, pois entendeu que a condição sugerida para permitir a zeragem do cálculo da performance, afasta o risco de “abuso de forma”, onde um gestor poderia criar uma situação que o favorecesse, mesmo que potencialmente, em detrimento dos cotistas.

A CVM esclarece que a preocupação da Jive Asset em relação à contabilização da taxa de performance não é necessária, porque diariamente o administrador ou o terceiro contratado é obrigado a provisionar esta despesa antes de divulgar o valor da cota.

No que tange ao pleito da CFA e do Grupo de Gestores, é importante dividir a explicação do §4º do art. 84 (§5º do art. 86 da versão final), que tem como objetivo estabelecer como a taxa de performance deve ser cobrada, caso a cota base atualizada pelo índice de referência seja inferior ao valor da cota base, em duas partes.

A primeira parte é sobre o inciso I, cuja única finalidade é repetir o comando do §3º do art. 84 (art. 86 da versão final), que estabelece o cálculo da taxa de performance pela diferença entre o valor da cota antes de descontada a provisão para o pagamento da taxa de performance e o valor da cota base valorizada pelo índice de referência. Para esta regra de cálculo da performance, a CVM reforça que apenas os fundos destinados a investidores profissionais teriam a faculdade de calcular por uma regra distinta, caso seja definido em



CVM

Comissão de Valores Mobiliários
Protegendo quem investe no futuro do Brasil

seus regulamentos.

A outra explicação recai sobre o inciso II, que tem como objetivo limitar a cobrança da taxa de performance à diferença entre o valor da cota antes de descontada a provisão para o pagamento da taxa de performance e a cota base, quando o valor da cota base atualizada pelo índice de referência seja inferior ao valor da cota base.

Neste segundo caso, atendendo o pleito dos participantes, a CVM estendeu a faculdade para os fundos destinados a investidores qualificados também dispensarem a limitação do inciso II do §4º do art. 84 (§5º do art. 86 da versão final), desde que expressamente previsto no regulamento do fundo.

Em relação à proposta da BRAM para excluir o inciso II do §4º do art. 84 (§5º do art. 86 da versão final) da Minuta, a CVM, reprisando parcialmente a explicação dos parágrafos anteriores, entende que a cobrança da taxa de performance deve continuar sendo limitada à diferença entre o valor da cota antes de descontada a provisão para o pagamento da taxa de performance e a cota base (valor da cota logo após a última cobrança de taxa de performance efetuada). Caso contrário, o princípio da “linha d’água”, definido no §2º do mesmo artigo seria ofendido.

Ademais, será possível carregar o valor da cobrança da taxa de performance para outros períodos, desde que respeitadas as regras definidas nos §6º e §7º do mesmo artigo.

Por fim, a CVM entende que a proposta da Jive Asset para os fundos fechados seria possível apenas para os fundos destinados exclusivamente aos investidores profissionais, sendo que eles já possuem liberdade para utilizar as regras que avaliem como mais apropriadas à estratégia de investimento do fundo, desde que estejam registradas no regulamento do fundo.

O Grupo de Gestores propõe a inclusão de um parágrafo no art. 85 (art. 87 da versão final), permitindo a utilização de métodos alternativos ao do ajuste, desde que estes também sejam capazes de cobrar individualmente a performance dos cotistas que aplicarem recursos no fundo após a data da última cobrança.



CVM

Comissão de Valores Mobiliários
Protegendo quem investe no futuro do Brasil

O Nicolas Soudki Saad sugere que o inciso I do parágrafo único do art. 85 (art. 87 da versão final) seja alterado, pois acreditam que a emissão de novas cotas não pode utilizar o valor da cota antes de descontada a provisão para o pagamento da taxa de performance, porque geraria uma cobrança antecipada da despesa para os cotistas.

A CVM acatou a sugestão do Grupo de Gestores.

A CVM entende que o ponto levantado pelo Nicolas Soudki Saad em relação ao “método do ajuste” é contornado pelos ajustes individuais, que corrigirão qualquer benefício ou prejuízo que possa surgir em relação às demais cotas do fundo.

Grupo de Gestores, ANBIMA, Spalding e Carvalhosa propuseram alterações no art. 86 (art. 88 da versão final) para que os fundos destinados exclusivamente aos investidores qualificados ou profissionais tivessem seu *rol* de liberdade para cobrança da taxa de performance expandido.

As principais justificativas apresentadas foram que hoje os investidores qualificados já contam com uma série de dispensas relacionadas aos requisitos para a cobrança de taxa de performance e o maior grau de sofisticação e conhecimento financeiro destes investidores.

A CVM considera as sugestões pertinentes e expandiu as dispensas das regras de cobrança da taxa de performance para os fundos destinados exclusivamente aos investidores qualificados ou profissionais.

Ademais, aproveita-se para reforçar que, para utilizar estas dispensas normativas, é necessário que o regulamento do fundo descreva todos os dispositivos regulatórios que foram dispensados, assim como as regras adotadas alternativamente.

Apenas assim será possível promover a transparência necessária aos cotistas em relação às metodologias e regras operacionais utilizados na cobrança da taxa de performance, permitindo que esses investidores mais sofisticados possam questionar e avaliar corretamente suas decisões de investimento, identificando as despesas existentes, avaliando potenciais conflitos de interesse, assim como outros possíveis riscos.



CVM

Comissão de Valores Mobiliários
Protegendo quem investe no futuro do Brasil

4.26 Vedações e Obrigações (art. 87; art. 89 da versão final)

Ulhôa Canto propôs que as vedações impostas ao administrador, constantes do art. 87 da minuta divulgada (art. 89 da versão final), fossem estendidas também ao gestor, no que for aplicável, considerando que alguns dos atos que a nova instrução pretende inibir também podem ser praticados pelo gestor.

Além disso, Ulhôa Canto também sugeriu ajuste no inciso VI do mesmo dispositivo, incluindo, dentre as ressalvas à vedação, a negociação de ações vinculadas a acordo de acionistas, na linha do entendimento adotado pela CVM em julgados precedentes.

As alterações propostas foram consideradas pertinentes e incorporadas à nova minuta.

4.27 Gestão de Liquidez (art. 89; art. 91 da versão final)

ANBIMA e Carvalhosa apresentaram ponderações a respeito da importância da segregação das atividades e responsabilidades entre administrador e gestor, e sugeriram ajustes no art. 89 (art. 91 da versão final) da minuta divulgada, que aponta as obrigações do administrador e gestor no que se refere à gestão de liquidez do fundo, de modo a evitar dúvidas quanto à sua correta aplicação.

A redação proposta passou por alguns ajustes, de maneira a deixar claro que as atribuições relacionadas à gestão de liquidez devem efetivamente ser desempenhadas de maneira coordenada, tal como a gestão de liquidez – já que o administrador possui informações pertinentes ao “passivo” e o gestor a respeito do “ativo”.

4.28 Normas de Conduta e Rebate (art. 90; art. 92 da versão final)

ANBIMA, ABBI, Carvalhosa, CFA, BRAM, LS Advogados, Grupo de Gestores e Barcellos Tucunduva fizeram comentários ao art. 90 (art. 92 da versão final), que trata das normas de conduta a serem observadas pelo administrador e gestor, em especial no que se refere ao recebimento de remuneração, benefício ou vantagem que possa prejudicar a independência na atividade de gestão, popularmente conhecido como “rebate”.



CVM

Comissão de Valores Mobiliários
Protegendo quem investe no futuro do Brasil

BM&FBOVESPA e Carvalhosa propõe ajuste ao **caput** do art. 90 (art. 92 da versão final), de forma a especificar que o administrador e o gestor são obrigados a adotar determinadas normas de conduta “no limite de suas respectivas atribuições”.

A ANBIMA sugere ajuste ao §1º, que determina que o administrador e o gestor transfiram para o fundo qualquer benefício ou vantagem que possam alcançar em decorrência de sua condição, de forma que fique claro que fica excetuada, deste comando, a remuneração devida ao administrador e gestor na qualidade de prestadores de tais serviços.

Carvalhosa sugere ajustes ao §2º, de sorte a restringir a proibição do rebate aos fundos de cotas e especificar que se trata de remuneração pelo administrador do fundo investido, enquanto a BRAM sugere que o consultor seja incluído dentre os prestadores de serviços que estão vedados de receber o rebate que prejudique a independência na atividade de gestão.

LS Advogados sugere que o §2º seja ajustado de forma a vedar o conflito que “efetivamente” (ao invés de “potencialmente”, conforme sugerido na minuta) prejudique a independência na atividade de gestão do fundo, e explicitar que o rebate revertido de forma indiscriminada a todos os cotistas do fundo não é vedado. O Grupo de Gestores, por sua vez, sugere que o termo “atividade de gestão” seja substituído por “tomada de decisão de investimento”, para que fique mais claro em que atividade específica o conflito não deve ocorrer.

A ANBIMA sugere ainda que o rol de situações excetuadas da vedação ao pagamento do rebate, constante do §3º, seja ampliado, de sorte que o rebate fosse autorizado não apenas para os fundos de cotas que invistam mais de 95% de seu patrimônio em um único fundo, mas também: (i) aos fundos que invistam mais de 95% do seu patrimônio em um ou mais fundos determinados, com percentuais previamente definidos em regulamento; (ii) para remunerar prestadores de serviços do fundo, inclusive no que se refere à intermediação ou distribuição de ativos financeiros; e (iii) aos fundos exclusivamente destinados a investidores profissionais dos quais, no mínimo, 90% das cotas sejam detidas por investidor profissional e pessoas relacionadas por meio de vínculo familiar ou societário, e assinem termo de ciência a respeito dos potenciais conflitos de interesses¹⁵.

¹⁵ Para este termo específico, sugerem a seguinte redação: (a) o assinar este termo, estou confirmando que tenho ciência de que: I – o administrador, o gestor ou partes a eles relacionadas podem receber remuneração pela alocação dos recursos deste fundo nos fundos investidos, bem como pela distribuição de produtos nos mercados financeiros e de capitais nos quais o fundo venha a investir;



CVM

Comissão de Valores Mobiliários
Protegendo quem investe no futuro do Brasil

A BRAM também sugere que a vedação do rebate não incida sobre fundos de cotas que não cobrem taxa de administração e se destinem exclusivamente a aplicação em carteiras administradas e/ou fundos exclusivamente destinados a investidores qualificados e que divulguem, em suas lâminas, os percentuais e valores de rebates recebidos dos fundos investidos, a cada mês.

O Grupo de Gestores sugere que o rebate seja autorizado em fundos que obtenham, da totalidade dos cotistas, declaração atestando sua ciência e concordância com a possibilidade de pagamento de rebate e com o potencial conflito de interesses daí decorrente. O CFA sugere que os fundos destinados a investidores qualificados também sejam excetuados da vedação do rebate. A ABBI sugere que os fundos exclusivamente destinados a investidores profissionais sejam excetuados da vedação do rebate, desde que haja alerta específico no regulamento do fundo. Em ambos os casos, a justificativa é que tais investidores teriam qualificação suficiente para compreender e aceitar os potenciais conflitos de interesses.

Carvalhosa também sugere que se imponha, no §3º, a divulgação dos pagamentos aos fundos que apliquem mais de 95% do seu patrimônio em um único fundo. Ainda no que se refere à divulgação, o CFA sugere inclusão de parágrafo exigindo a divulgação, na lâmina, de “toda e qualquer remuneração, benefício ou vantagem obtida, direta ou indiretamente, pelo administrador, gestor ou partes a eles relacionadas”, em conjunto com a taxa de administração e explicitadas em valores percentuais do patrimônio líquido total do fundo.

A CVM acolheu as sugestões da BM&FBOVESPA, Carvalhosa e ANBIMA ao **caput** e §1º do art. 90 da minuta divulgada (art. 92 da versão final).

Quanto aos comentários à redação do §2º, foi acolhida apenas a sugestão do Grupo de Gestores. A sugestão do Carvalhosa não foi acolhida, pois a vedação não se aplica apenas aos fundos de cotas – mas a todo e qualquer fundo que invista em cotas e venha a receber remuneração que interfira na independência da atividade de gestão.

No que se refere à extensão do rol de exceções à proibição do rebate, foi acolhida apenas parte da sugestão da ANBIMA, de autorizar o rebate em fundos destinados exclusivamente a investidores profissionais que recebam e formalizem termo de ciência por meio do qual declaram ter ciência de potencial conflito de interesses, constante do Anexo 92.

II – o recebimento da remuneração acima mencionada poderá afetar a independência da atividade de gestão em decorrência do potencial conflito de interesses, não obstante a diligência do gestor na implementação de políticas e processos que objetivem mitigar a ocorrência de tais fatos.

**CVM**

Comissão de Valores Mobiliários
Protegendo quem investe no futuro do Brasil

Vale mencionar que o fato de determinado fundo não cobrar taxa de administração não neutraliza o conflito de interesses decorrente do recebimento de rebate, pois o recebimento de remuneração, em razão do investimento de determinados fundos, continua representando potencial prejuízo à independência da atividade de gestão.

Da mesma forma, o potencial conflito de interesses também não é neutralizado caso o fundo invista em mais de um fundo, ainda que tais participações sejam previamente estabelecidas. Nessa situação o conflito persiste, de sorte que apenas o momento de sua concretização se altera, pois neste caso ocorreria antes da alocação efetiva, mas no momento em que são definidos os percentuais das participações. Essa definição continuaria a ser potencialmente impactada pelo rebate.

No atual estágio da indústria de fundos do Brasil, a CVM entende que o conflito só se neutraliza na situação em que determinado fundo invista mais de 95% em um único fundo (fundo-espelho), pois neste caso trata-se de estrutura de distribuição “aberta”, em que o fundo distribuído é claramente visualizado. Esta exceção naturalmente não se aplica a estruturas em que, por hipótese, um fundo invista em diversos fundos-espelho, em que o conflito de interesses na gestão persiste.

4.29 Carteira (art. 93; art. 95 da versão final)

A CETIP apresentou proposta de alteração da redação do §1º do art. 93 (art. 95 da versão final) da minuta divulgada de forma a prever que os ativos financeiros integrantes de carteira que não sejam passíveis de registro, em sistema de registro, ou depósito em depositário central, sejam obrigatoriamente custodiados em instituição autorizada para prestar serviço de custódia.

A ABVCAP, por sua vez, sugeriu flexibilizar a regra constante do §1º do art. 93 da minuta divulgada (art. 95 da versão final), que exige que os ativos financeiros componentes da carteira do fundo sejam registrados em sistema de registro, objeto de custódia ou objeto de depósito central. Pela proposta de redação apresentada, essa obrigação não seria aplicável às cotas de fundos de investimento registrados junto à CVM e regidos por regulamentação própria, desde que objeto de escrituração por instituição financeira. Para a ABVCAP, essa obrigação geraria um custo adicional para todos os investidores do fundo, considerando que este seria obrigado a se registrar em sistema de registro, sem necessidade da efetiva negociação.



CVM

Comissão de Valores Mobiliários
Protegendo quem investe no futuro do Brasil

A CVM alterou a redação do art. 93 (art. 95 da versão final) de forma a deixar claro que os requisitos de registro, custódia e depósito central são alternativos e que a necessidade de autorização das instituições prestadoras dos serviços aplica-se às três possibilidades.

A CVM decidiu também, com objetivo de conservar o nível de segurança da indústria, manter o regime atualmente previsto na Instrução CVM nº 409 que permite a dispensa dos requisitos citados somente no caso de cotas de fundos abertos registrados na CVM.

4.30 Ativos Financeiros no Exterior (art. 96; arts. 98 - 101 da versão final)

A ABBI sugeriu a alteração do inciso II com o intuito de excluir a responsabilidade do custodiante em assegurar a existência dos ativos no exterior. Em lugar do modelo apresentado na minuta, a associação propôs que o inciso II requeira somente que os ativos sejam objeto de custódia ou escrituração. Além disso, a ABBI sugeriu a inclusão de um parágrafo determinando (i) a responsabilidade do gestor de apenas selecionar ativos que se enquadrem nas determinações dos incisos vinculados ao **caput**, e (ii) a responsabilidade conjunta de administrador e gestor de diligenciar para que os demais prestadores de serviços do fundo recebam as informações relativas aos ativos adquiridos no exterior para que possam desempenhar suas obrigações.

A ABBI também sugeriu que as condições aplicáveis a investimentos em fundos estrangeiros do mesmo gestor do fundo brasileiro fossem limitadas a essa situação, não se aplicando, portanto, a fundos geridos por partes relacionadas ao gestor brasileiro, como proposto na minuta.

Como justificativa para as propostas, a ABBI argumenta que os mecanismos propostos na minuta seriam incompatíveis com a regulamentação e o funcionamento dos mercados internacionais. Em particular, mencionam que não há nos mercados internacionais custodiantes que assegurem a existência de ativos. De acordo com a associação também não seria factível que os custodiantes brasileiros possuíssem mecanismos de acompanhamento para a verificação dos procedimentos adotados pelos terceiros contratados. Por fim, a ABBI alerta que o gestor do fundo brasileiro, quando não é também o gestor do fundo estrangeiro, não tem acesso às informações sobre a carteira de forma privilegiada ou preferencial. Assim, não seria possível consolidar as informações dos fundos investidos com as dos fundos brasileiros e divulgá-las na mesma periodicidade.



CVM

Comissão de Valores Mobiliários
Protegendo quem investe no futuro do Brasil

Na sua manifestação, a ABBI ainda solicita esclarecimentos sobre o melhor entendimento da expressão “consolidação”, questionando se se trata do controle dos limites de aplicação em ativos no exterior.

A BM&FBOVESPA sugeriu alterar o inciso II com a substituição do requisito de verificação da existência dos ativos pela verificação da sua integridade com o objetivo de alinhar o texto com o da Instrução CVM nº 542.

A ANBIMA também fez sugestões relativas ao inciso II. Em primeiro lugar, a associação sugeriu que a obrigação prevista no referido inciso seja de responsabilidade do administrador ou do custodiante do fundo. A argumentação apresentada foi de que o administrador tem poder e instrumentos jurídicos para impedir que o gestor invista em fundos que não atendam a tais requisitos. A ANBIMA sugeriu também a alteração do comando do inciso II para determinar que os ativos tenham sua existência “evidenciada”, em vez de “assegurada”, ressaltando o seu entendimento de que a norma deve prever obrigações de meio, não de resultado. Além disso, a respondente propôs que a Instrução detalhasse que o cumprimento da obrigação deveria se dar “por meio do recebimento de documentos, extratos ou registros que demonstrem a existência do ativo” e sugeriu que o texto normativo admitisse a possibilidade de escrituração por entidade devidamente autorizada dos ativos no exterior como alternativa ao requerimento de custódia apresentado na minuta. Por fim, a ANBIMA sugeriu que se incluísse entre as possibilidades previstas no inciso II o investimento em títulos que tenham como contraparte ou como emissor, instituição financeira ou entidade equivalente supervisionada por autoridade local reconhecida.

Já com relação ao art. 96, §1º, da minuta divulgada, a ANBIMA sugeriu a alteração do texto, de forma a detalhar os aspectos que devem ser verificados com relação ao custodiante ou escriturador dos fundos de investimento investidos. A proposta é que a verificação seja feita pelo administrador, diretamente ou por meio do custodiante do fundo, e que seja verificada a existência de estrutura, processos e controles internos adequados para a prestação dos serviços de custódia ou escrituração, para a execução da atividade com boa fé, diligência e lealdade e para a boa guarda e regular movimentação dos ativos.

No que diz respeito ao art. 96, §2º e §3º da minuta divulgada, a ANBIMA sugeriu condicionar a aplicabilidade dos dispositivos às situações em que o gestor do fundo investidor tenha, direta ou indiretamente, influência nas decisões de investimento do fundo investido. A associação argumenta que o fato de o gestor do fundo estrangeiro ser uma parte relacionada ao gestor do fundo investidor não implica, necessariamente, a possibilidade de que a carteira do fundo estrangeiro seja divulgada na mesma



CVM

Comissão de Valores Mobiliários
Protegendo quem investe no futuro do Brasil

periodicidade do fundo local. Assim, a ANBIMA apresenta o entendimento de que em alguns casos deve ser permitido divulgar as carteiras dos fundos aos cotistas de forma segregada, considerando os investimentos no exterior como ativo final.

A CFA sugeriu alterar o núcleo da norma relativa à publicidade da composição da carteira de “divulgação” para “disponibilização”. Além disso, a sociedade sugeriu que o período dessa divulgação não deveria ser inferior a seis meses, ressaltando a necessidade de transparência e defendendo que a carteira de todos os fundos investidos deveria ser informada aos cotistas dos fundos investidores. Apesar disso, a CFA alertou que as regras de outras jurisdições podem impor períodos e formas diferentes, exemplificando com a regra dos UCITS, fundos constituídos na Europa, que só prevê a divulgação semestral da composição da carteira.

A CFA propôs também que fundos destinados exclusivamente a investidores qualificados pudessem investir ilimitadamente em fundos de investimento no exterior desde que fossem atendidas determinadas condições. Na visão da CFA, tal alteração permitiria a constituição de fundos-espelho de fundos constituídos no exterior, em estruturas do tipo *master-feeder*, e isso daria ao investidor qualificado maior transparência e maior facilidade para decidir quanto de seu portfólio total destinar a ativos no exterior. Tendo em vista, no entanto, a grande diversidade de sistemas regulatórios existentes, a proposta incluiu a criação de filtros que mitiguem o risco de que tal investimento se dê em jurisdições pouco reguladas. As condições propostas dizem respeito a três aspectos relativos aos fundos investidos: a regulação a que estão sujeitos, os processos de gestão de risco utilizados e a qualificação do seu gestor.

A Blackrock também comentou sobre o tema, sugerindo que os fundos de investimento que invistam em fundos de índice ou estruturas de natureza similar no exterior fiquem dispensados das obrigações de consolidação de carteira previstas na minuta. A respondente defendeu a necessidade de se reconhecer expressamente a particularidade das cotas de fundos de índice sediados no exterior. No seu entendimento, a consolidação de carteiras imposta a fundos de investimento locais que invistam em fundos estrangeiros não deveria ser aplicável nas hipóteses em que o fundo estrangeiro investido for um fundo de índice.

A ANBIMA sugeriu que se incluísse entre os requisitos aplicáveis, no caso de investimento em fundos de investimento no exterior, a verificação da contratação pelo fundo estrangeiro dos serviços de um custodiante e de auditoria independente. A ANBIMA sugeriu que os fundos destinados exclusivamente a investidores profissionais ou qualificados sejam dispensados da verificação dos requisitos previstos no art. 96, §4º, incisos I e II da minuta divulgada para que esses fundos possam



CVM

Comissão de Valores Mobiliários
Protegendo quem investe no futuro do Brasil

diversificar melhor seus investimentos, inclusive por meio da alocação de parte de seus recursos em *hedge funds*.

A ANBIMA sugeriu também que além dos fundos destinados exclusivamente a investidores profissionais, os fundos destinados a investidores qualificados também pudessem investir ilimitadamente no exterior, sob determinadas condições. O racional apresentado foi de que existiria nesse caso uma assimetria entre investimento direto e via fundos, na medida em que tais investidores podem investir diretamente seus recursos no exterior sem qualquer limitação, mas estariam impossibilitados de fazê-lo através de fundos de investimentos, que contam com maior proteção, regulação e divulgação de informações.

Além disso, para a ANBIMA, o limite de investimento proposto de 20% e 40% do patrimônio líquido, para fundos destinados a investidores não qualificados e fundos destinados a investidores qualificados, respectivamente, dificultaria a alocação de ativos desejada por parte do investidor. Assim, por exemplo, se um fundo mantém 40% de seu patrimônio investido no exterior, um investidor qualificado que deseje investir R\$ 40 mil no exterior, teria que investir R\$ 100 mil no fundo para atingir o seu objetivo.

Referida associação propõe que se permita a constituição de fundos destinados a investidores qualificados com o objetivo de investir no mínimo 67% de seus ativos no exterior desde que o gestor do fundo localmente registrado observe certos requisitos e divulgue as carteiras dos fundos no exterior, na mesma periodicidade e em conjunto com a divulgação dos ativos locais, se for fundo de gestão própria, e na mesma periodicidade, mas com defasagem de até 180 dias, se for fundo cujo gestor local não tenha influência na gestão.

Já a respeito dos limites de concentração dos fundos, a ANBIMA opinou que os investimentos no exterior não deveriam ser considerados no cálculo dos limites de concentração de ativos por emissor e por modalidade financeira.

O Grupo de Gestores sugeriu alterações na estrutura de classificação dos riscos para que as classes sejam relacionadas à natureza do risco incorrido pelo fundo. A minuta propunha que os fundos de investimento no exterior constituíssem uma classe à parte. Na minuta, os fundos seriam classificados em fundos de “Renda Fixa”, “Ações”, “Multimercado” e “Investimento no Exterior”. A proposta do Grupo de Gestores foi eliminar a classe “Investimento no Exterior” e incluir a classe “Cambial”. O objetivo é evitar que um fundo no exterior com, por exemplo, 100% de títulos públicos americanos ou 100%



CVM

Comissão de Valores Mobiliários
Protegendo quem investe no futuro do Brasil

investidos em ações do Índice S&P sejam considerados genericamente como “investimento no exterior”, ao invés em vez de renda fixa e ações, respectivamente. O item 4.34 abaixo discute com maiores detalhes esta alteração.

A CVM aceitou o núcleo das sugestões feitas e reestruturou os artigos referentes aos ativos no exterior (arts. 98 – 101 da versão final) e à classificação de fundos (art. 108 da versão final).

Com relação à possibilidade de investimento em ativos escriturados, mas não custodiados, a CVM acatou a sugestão tendo em vista que alguns ativos relevantes, como, por exemplo, cotas de fundos, podem não ser objeto de custódia. A CVM buscou, em relação à custódia, manter as regras mais próximas possíveis das vigentes no mercado doméstico.

O §2º, inciso II do novo art. 98 prevê a responsabilidade do administrador ou do custodiante, conforme definido no regulamento do fundo. Apesar de ser uma atividade afeita à área de atuação do custodiante, a CVM concorda com a proposta de se direcionar a responsabilidade também ao administrador, dado o papel que ele exerce na indústria. O texto final da Instrução acata essa sugestão, determinando, no entanto, que o regulamento do fundo deixe claro quem é o responsável pela verificação diligente da existência dos ativos. Por outro lado, a sugestão de se definir a maneira pela qual a comprovação da evidenciação da existência dos ativos deve ser cumprida foi rejeitada. A CVM entende que o administrador ou o custodiante, sendo os responsáveis pela verificação, devem decidir, de maneira diligente qual a melhor forma de cumprir com suas obrigações.

O §3º da atual minuta prevê regras específicas para operações com derivativos frente às características desse tipo de instrumento.

No art. 99 da nova Instrução, o texto final define as diligências mínimas a serem seguidas no caso de investimento em veículos de investimento coletivo no exterior, detalhando as atividades que devem ser conduzidas pelo administrador e pelo gestor. De acordo com o inciso I, a verificação da qualidade dos prestadores de serviço dos fundos investidos é do administrador, que pode, no entanto, delegar as tarefas ao custodiante. Já o gestor é o responsável por verificar que o fundo investido atenda a certas condições dispostas nas alíneas do inciso II do art. 99 da versão final.



A Instrução traz também normas relativas à abertura da carteira para os investimentos em fundos no exterior nas situações em que o gestor do fundo brasileiro tenha influência, direta ou indireta, nas decisões de investimento (art. 99, §1º da versão final). De fato, o possível exercício de influência nas decisões de investimento do fundo investido parece um critério melhor que o proposto na minuta (mesmo gestor ou parte a ele relacionada). Assim, quando o gestor do fundo brasileiro detém influência nas decisões de investimento, o gestor deverá informar no demonstrativo de composição mensal da carteira os ativos componentes da carteira dos fundos investidos juntamente com os ativos em que o fundo brasileiro investe diretamente¹⁶. Além disso, ele deve garantir que os investimentos em derivativos dos fundos estrangeiros devem seguir as normas previstas no art. 98, §3º. Por fim, o inciso III do §1º do art. 99 da versão final deixa claro que para fins de controle de alavancagem deve-se analisar a carteira do fundo como um todo, agregando-se os investimentos no Brasil e no exterior.

O §2º do art. 99 trata do controle de alavancagem no caso de fundos cujas decisões de investimento o gestor do fundo brasileiro não tenha influência direta ou indireta. Nesses casos, além de observar a compatibilidade da política de investimento e de alavancagem, conforme determinado no art. 99, inciso II, alínea “f”, o gestor deve considerar, no cálculo da margem de garantia, a máxima exposição possível dos fundos investidos de acordo com os seus documentos constitutivos.

Com relação aos limites para investimento no exterior, a instrução prevê quatro possibilidades:

Fundos destinados ao público em geral	Máximo de 20% (art. 101, III)
Fundos destinados a investidores qualificados	Máximo de 40% (art. 101, II), ou Mínimo de 67% (art. 101, § 1º, I)
Fundos destinados exclusivamente a investidores profissionais	Não há limites

O art. 101, §1º traz as regras relativas aos fundos de investimento destinados a investidores qualificados que invistam no mínimo 67% de seu patrimônio no exterior. Esses

¹⁶ A CVM acredita que a nova redação dada ao inciso I responde ao questionamento da ABBI sobre a consolidação dos ativos.



CVM

Comissão de Valores Mobiliários
Protegendo quem investe no futuro do Brasil

fundos devem observar a classificação prevista no art. 108 e acrescentar à sua denominação o sufixo “Investimento no Exterior”. Além disso, condições adicionais relativas ao investimento em fundos de investimento no exterior, previstas no Anexo 101, devem ser obedecidas. Essas condições incluem: (i) a constituição do fundo aprovada por autoridade local reconhecida; (ii) sujeição à regulação e supervisão de autoridade local reconhecida, (iii) regras de precificação de ativos; (iv) regras para gestão de risco; e (v) regras de alavancagem e venda a descoberto.

4.31 Limites de concentração por emissor (art. 97; art. 102 da versão final)

ANBIMA sugeriu especificar de forma clara que o limite de 5% do patrimônio líquido referido no inciso IV do art. 97 (art. 102 da versão final) da minuta divulgada se aplica também aos Estados da União e ao Distrito Federal, de modo a evitar interpretações divergentes.

BRAM apresentou proposta para que não haja limites de concentração por emissor para fundos de investimento e fundos de investimento em cotas de fundos de investimento, desde que seja feita a consolidação das aplicações dos fundos investidos.

A CVM entendeu que a sugestão da ANBIMA não é conveniente, podendo ser avaliada oportunamente.

Quando à alteração proposta pela BRAM, a CVM entende que o atual sistema de controle é o mais adequado no estágio atual da indústria.

Com relação à regra prevista no §2º do art. 97 (art. 102 da versão final) da minuta divulgada, segundo o qual é vedado ao fundo deter mais de 20% de seu patrimônio líquido em títulos ou valores mobiliários de emissão do administrador, gestor ou empresas a eles ligadas, a ANBIMA sugeriu, com base em precedentes do Colegiado da CVM, incluir exceção no sentido de que essa regra não é aplicável aos casos em que a política de investimento do fundo busque investir, no mínimo 95% de seu patrimônio líquido em ações ou certificados de depósito de ações desses agentes, observado, no entanto, que tal concentração seja devidamente informada aos investidores.

A sugestão foi considerada pertinente pela CVM e refletida na nova minuta (art. 102, §3º da nova minuta).



CVM

Comissão de Valores Mobiliários
Protegendo quem investe no futuro do Brasil

Carvalhosa e ABBI apresentaram observações a respeito da definição de coligadas constante do inciso IV do §1º do art. 97 da minuta divulgada (art. 102 da versão final), que definia coligadas como duas pessoas jurídicas quando uma for titular de 10% ou mais do capital social ou patrimônio da outra sem ser sua controladora.

Carvalhosa sugeriu a atualização da redação em linha com a nova redação do art. 243 da Lei nº 6.404/1976, que define as sociedades coligadas como aquelas nas quais a investidora tenha influência significativa.

Na mesma linha, e também com base no art. 243 da Lei nº 6.404/1976, mais especificamente por força de seu §5º, ABBI propôs elevar de 10% a 20% o percentual de participação utilizado como referência para a presunção de influência significativa.

Os comentários apresentados por Carvalhosa e ABBI foram considerados pertinentes, e refletidos na nova minuta, com alguns ajustes.

Com efeito, a definição de coligadas, para efeito do cálculo do limite de concentração por emissão, foi alterada em conformidade com o disposto no art. 243 da Lei nº 6.404/1976, passando a prever, pois, o critério de influência significativa.

4.32 Limites de concentração por ativos financeiros (art. 98; art. 103 da versão final)

Em razão do aumento do rigor da regulação sobre os FIDCs, a ANBIMA, ANFIDIC e BRAM sugerem a flexibilização dos limites de concentração propostos para investimentos nestes fundos, permitindo que os fundos possam concentrar até 20% do seu patrimônio nestes ativos. A ANFIDIC propõe ainda que seja permitido o investimento em fundos e fundos de cotas para profissionais, FIDC-NP e FIC-FIDCs-NP até o limite de 5% do patrimônio no fundo.

A CVM entende não ser adequado, no presente momento, elevar os limites de concentração nos termos propostos.

Não obstante, a CVM entende ser razoável permitir, dentro do limite de 20% do patrimônio líquido previsto no inciso I do art. 103 da versão final, a aplicação de até 5% do patrimônio do fundo, conjuntamente, em: (i) cotas de FIDC Não-Padronizados, (ii) cotas de FIC-FIDC Não-Padronizados, (iii) cotas de fundos para investidores profissionais e (iv)



CVM

Comissão de Valores Mobiliários
Protegendo quem investe no futuro do Brasil

cotas de FIC para investidores profissionais. Por essa razão, tal ajuste foi implementado na minuta.

Vinci sugeriu ajuste na redação do §1º do art. 98 da minuta divulgada (art. 103 da versão atual), que autoriza a ultrapassagem de determinados limites para fundos que atendam ao disposto nos arts. 120 e 121, de modo a esclarecer que os fundos de investimento que podem ultrapassar o limite lá exposto não são apenas os fundos de investimento em cotas, mas todo e qualquer fundo regulado pela presente norma que observe tais comandos.

Carvalhosa sugere ajuste ao art. 98 (103 da versão final), inciso II, alínea “e”, que dispõe que “notas promissórias, debêntures e ações, desde que tenham sido emitidas por companhias abertas e objeto de oferta pública” não estão sujeitos a limite de concentração por modalidade de ativo financeiro. Referido participante sugere que as ações sejam tratadas em alínea separada, e que ao invés da oferta pública, seja exigida a negociação em mercado organizado.

A sugestão da Vinci foi considerada pertinente e refletida na nova minuta.

Já a sugestão de Carvalhosa não foi acolhida, pois a CVM entende que o requisito de oferta pública confere maior segurança aos ativos em questão.

4.33 Deveres quanto aos limites de concentração (arts. 99 e 100; arts. 104 e 105 da versão final)

ANBIMA propôs alteração na redação do § 1º do art. 99 da minuta divulgada (art. 104 da versão final), que previa que o acompanhamento do enquadramento do fundo aos limites deveria ter como base o patrimônio líquido do fundo do dia imediatamente anterior. Segundo a ANBIMA, tendo em vista o dinamismo do mercado e o fato de o gestor deter informações em tempo real, interpretações mais restritivas poderiam impossibilitar o controle do administrador com base em dados mais atuais, gerando ineficiência no processo. Dessa forma, a nova instrução prevê que o acompanhamento deve ter como base o patrimônio líquido do fundo com no máximo um dia útil de defasagem.

A sugestão foi considerada pertinente e refletida na nova minuta.

Spalding sugeriu complementar o inciso II do §2º do art. 99 da minuta divulgada (art. 104), esclarecendo que o reenquadramento do fundo aos limites deve obedecer aos prazos previstos pela instrução. Além disso, propôs a inserção de dispositivo autorizando a CVM, a seu exclusivo critério,



CVM

Comissão de Valores Mobiliários
Protegendo quem investe no futuro do Brasil

prorrogar uma única vez, mediante solicitação fundamentada, tais prazos para reenquadramento, ou estabelecer prazos menores para reenquadramento da carteira.

A sugestão não foi aceita. A CVM entende que a inclusão de referido ajuste não se faz necessária.

4.34 Classificação (art. 103; art. 108 da versão final)

Conforme já mencionado, a minuta que foi para a Audiência Pública previa a classificação dos fundos de investimentos e dos fundos de investimento em cotas em quatro categorias:

- I – Fundo de Renda Fixa;
- II – Fundo de Ações;
- III – Fundo Multimercado; e
- IV – Fundo de Investimento no Exterior.

A minuta previa, assim, que o Fundo de Investimento no Exterior (“FIE”) seria uma classe em separado.

Para a BRAM e o Grupo de Gestores, a sistemática de classificação atualmente adotada pela Instrução CVM nº 409 divide os fundos por tipo de ativo (fator de risco) que compõe sua carteira (Ações, Renda Fixa e Multimercado). Dessa forma, a criação de uma categoria “Investimento no Exterior”, segregando uma espécie de fundo não por ativo, mas por jurisdição, não iria de encontro de tal objetivo, na medida em que adota critério distinto e, dessa forma, dá margem a dúvidas em relação aos reais fatores de risco a que sujeitos tais fundos.

Assim, dois fundos que tenham por objetivo investir no mínimo 80% (oitenta por cento) em ativos de renda fixa e em ações no exterior, respectivamente, possuiriam fatores de risco completamente distintos, mas estariam ambos dentro da categoria “Investimento no Exterior”, gerando incertezas aos investidores e ao mercado sobre os reais riscos a que cada fundo estará exposto.

Na visão do Grupo de Gestores, a estrutura de classificação dos fundos de investimento proposta deveria ser revista da seguinte forma:



CVM

Comissão de Valores Mobiliários
Protegendo quem investe no futuro do Brasil

- (i) a classe Renda Fixa, além da incorporação das atuais classes Curto Prazo e Referenciado, deveria incorporar também os atuais fundos de Dívida Externa;
- (ii) a classe Cambial, por não se enquadrar em qualquer das outras classes de acordo com seu fator preponderante de risco, deveria ser mantida como uma classe em si; e
- (iii) a nova classe Investimento no Exterior criada deveria, ao invés de ser classe autônoma, ser atributo à ser incorporado às classes Renda Fixa, Ações, Multimercado e Cambial, devendo a expressão Investimento no Exterior constar na denominação dos fundos de investimento que admitam investimento superior a 40% (quarenta por cento) de seu patrimônio em ativos no exterior.

A CVM acatou a sugestão proposta a respeito da classificação dos fundos de investimento. O art. 108 da minuta final classifica os fundos em função de sua proposta de investimento. A ideia é que a classificação transmita, para o cotista, noção da natureza dos ativos que podem ser adquiridos pelo fundo. Assim, os fundos passam a ter quatro classes: “Renda Fixa”, “Ações”, “Multimercado”, e “Cambial”.

Nesta linha, a CVM optou por eliminar a classe “Investimento no Exterior” e permitir a criação de fundos destinados a investidores qualificados que investiam pelo menos 67% de seu patrimônio líquido no exterior nos termos do art. 101 da versão final.

O Grupo de Gestores sugeriu ainda a inclusão de artigo dispondo a respeito da possibilidade de os sufixos previstos na Instrução serem utilizados de maneira cumulativa.

A sugestão foi aceita e incorporada no §2º, art. 108 da versão final.

4.35 Fundos Renda Fixa (arts. 105 - 107; arts. 109 – 113 da versão final)

BlackRock sugeriu que a redação dos dispositivos aplicáveis aos fundos “Renda Fixa” fosse ajustada de sorte a permitir que esses fundos invistam também em fundos de índice de renda fixa.

Nos termos da minuta proposta, os fundos com política de investimento que previssem o investimento de ao menos 95% do seu patrimônio em ativos que acompanhem determinado índice deveriam acrescentar o sufixo “Referenciado a sua denominação”, independentemente de sua classe.



CVM

Comissão de Valores Mobiliários
Protegendo quem investe no futuro do Brasil

A ANBIMA sugeriu que tal disposição mantivesse a redação da Instrução CVM nº 409, voltando a ser aplicável apenas para os fundos classificados como “Renda Fixa”.

As sugestões foram aceitas e incorporadas na minuta.

Salusse propõe, no art. 103 (art. 108 da versão final), que fosse incluído inciso exigindo que o fundo que tenha o compromisso de obter o tratamento fiscal destinado a fundos de longo prazo suportasse os custos advindos de eventual não obtenção de tratamento fiscal destinado a tais fundos.

A sugestão não foi acatada, pois a CVM entende que, na hipótese aventada, a Instrução esgota sua função ao determinar a obrigação do administrador de respeitar as condições contratuais dispostas no regulamento do fundo (art. 90, inciso VIII da versão final).

4.36 Fundos Renda Fixa Simples (art. 105, §3º; art. 113 da versão final)

ANBIMA e Spalding sugeriram ajustes ao sufixo do fundo de que trata o art. 105, §3º (art. 113 da versão final) (“Risco Soberano Simplificado”). O primeiro sugeriu que fosse excluído o termo “Risco”, e o segundo propôs que o sufixo fosse trocado apenas pelo termo “Simples”.

A CVM entendeu mais adequado renomear o sufixo do fundo previsto no art. 105, §3º (art. 113 da versão final) para “Simples”, conforme sugestão do Spalding. O sufixo anterior – Risco Soberano Simplificado – poderia passar o entendimento errôneo de que o Fundo só poderia investir em títulos públicos federais, quando este não é o caso.

Neste sentido, a minuta que foi à audiência pública permitia a aplicação em títulos de renda fixa de emissão ou coobrigação de instituições financeiras que possuam classificação de risco, no mínimo, equivalente aos títulos da dívida pública federal.

A minuta também permitia que o Fundo Simples realizasse operações compromissadas lastreadas em títulos da dívida pública federal. A ANBIMA sugeriu que o Fundo Simples também pudesse realizar operações compromissadas tendo como lastro títulos de responsabilidade, emissão ou coobrigação de instituições autorizadas a funcionar pelo Banco Central do Brasil, desde que a instituição financeira contraparte do fundo na operação possua classificação de risco, no mínimo, equivalente aos títulos da dívida pública federal.



CVM

Comissão de Valores Mobiliários
Protegendo quem investe no futuro do Brasil

Outra sugestão da ANBIMA diz respeito à forma de distribuição do Fundo Simples. Na minuta da audiência pública, em linha com a necessidade de manter o custo do Fundo reduzido, a previsão era que todo o relacionamento entre o Fundo e o cotista fosse feito por meio eletrônico. A ANBIMA sugeriu que a distribuição de cotas do Fundo Simplificado possa ser realizada também por meios diversos dos eletrônicos, por exemplo, através da rede bancária, tal como os demais fundos. O objetivo visa dar maior flexibilidade na distribuição do produto. Dessa forma, seria possível ampliar o acesso da população a essa modalidade de investimento, oferecendo-lhe a oportunidade de investir pelo canal que lhe seja mais conveniente ou usual, favorecendo o sucesso da distribuição e a diluição dos custos do investimento entre os cotistas.

Ainda em relação à distribuição, a ANBIMA sugere que seja dispensada a verificação da adequação do investimento nesse Fundo ao perfil do cliente, na forma da regulamentação específica sobre o assunto questionário (“*suitability*”). A racionalidade para esta dispensa seria o objetivo da CVM em ter um produto simples e de baixo custo para o investidor que esteja acessando o mercado de capitais pela primeira vez. Para a ANBIMA, trata-se de investimento de baixo risco e de baixo custo para o qual o risco de distribuição inadequada do produto estaria mitigado.

Outra sugestão da ANBIMA diz respeito ao limite do patrimônio líquido do Fundo que pode ser comprometido com créditos privados. Para a ANBIMA, a instrução deveria deixar claro que o limite hoje existente para os chamados “fundos de risco de crédito privado” também deveria se aplicar ao Fundo Simples.

A minuta da Audiência previa que a Lâmina do Fundo Simples comparasse a performance do Fundo com a da caderneta de poupança e com a taxa SELIC. A ANBIMA pede que a CVM opte por uma das alternativas, pois só há um campo para tal na Lâmina.

Finalmente, a minuta da audiência pública requer a adoção pelo gestor de uma estratégia de investimentos que proteja o Fundo de risco de perdas e volatilidade. A ANBIMA sugere que o gestor adote uma estratégia que “*busque proteger*” o fundo de riscos e perdas. Para a Associação, não é possível afastar integralmente o risco de perda e, principalmente, a volatilidade, mesmo, se considerada a mais conservadora estratégia de gestão com relação a risco de crédito e de mercado.

Por sua vez, a BMF&BOVESPA que o Fundo Simples possa deter títulos de renda fixa de emissão de companhias abertas e outros emissores registrados na CVM que possuam classificação de risco e liquidez, no mínimo, equivalentes àqueles atribuídos aos títulos da dívida pública federal.



CVM

Comissão de Valores Mobiliários
Protegendo quem investe no futuro do Brasil

A CVM entendeu pertinente aceitar todas as sugestões da ANBIMA exceto aquela que prevê a adoção pelo gestor de uma estratégia que apenas “*busque proteger*” o fundo em vez de adotar uma estratégia que proteja o fundo da volatilidade. A CVM entende que o primeiro acesso de investidor ao mercado de capitais deva ser feito através de um fundo que seja simples, seguro, e de baixo custo. Assim, a CVM entende que a estratégia do fundo deve ir além de uma simples busca, mas envolver a efetiva adoção de estratégia que objetive tal proteção. Assim, por exemplo, o gestor não deve incluir instrumentos que ele julgue ser de longo prazo sem a devida proteção da carteira ao risco da elevação da taxa de juros.

Vale notar também que, com relação à dispensa de suitability, a CVM entende que a mesma é razoável apenas na hipótese em que o Fundo Simples seja o primeiro produto do investidor no mercado de capitais, pois caso contrário, o mesmo já terá feito suitability e a adequação a seu perfil deve ser verificada. Este entendimento está refletivo na redação do art. 113, §4º, inciso II da versão final.

Em relação à sugestão de permitir operações compromissadas com lastro em títulos de instituições financeiras de classificação de risco, no mínimo, equivalente àquela atribuída aos títulos da dívida pública federal, a CVM entendeu que, de fato, seria incoerente permitir a inclusão do título, mas não de uma operação compromissada com base neste mesmo título.

No que diz respeito à distribuição, as sugestões da ANBIMA foram acatadas uma vez que facilitam o acesso ao produto pelo investidor que acessa o mercado de capitais pela primeira vez.

A CVM também está aceitando a sugestão de explicitar o limite de comprometimento de até 50% do patrimônio líquido do Fundo Simples em títulos e operações compromissadas com lastro em crédito privado, em linha com o disposto no Capítulo IX, Subseção V, referente às normas de concentração em créditos privados, no caso, títulos emitidos pelas instituições financeiras.

Quanto a Lâmina, dada a existência de apenas um campo para comparação da performance do Fundo com um indicador, a CVM está acatando a sugestão da ANBIMA para a adoção de apenas um indicador. Neste sentido, a CVM está optando pela comparação



CVM

Comissão de Valores Mobiliários
Protegendo quem investe no futuro do Brasil

com a taxa SELIC, para facilitar a comparabilidade da rentabilidade do Fundo Simplificado com os fundos de renda fixa em geral.

Quanto à sugestão da BMF&BOVESPA, embora a proposta de inclusão dos títulos emitidos por companhias abertas de baixo risco seja meritória, a CVM entende que, dada a baixa liquidez destes papéis, a sua inclusão não é adequada neste primeiro momento.

4.37 Fundo de Investimento de Ações – BDR Nível I (art. 106; art. 115 da versão final)

ANBIMA, BM&FBOVESPA, BRAM e Grupo de Gestores propõem, em razão das características dos Fundos de Investimento em Ações – BDR Nível I, dentre os quais se destaca a segurança (em razão da existência de instituição depositária que controla a posição de custódia dos ativos que sevem se lastro para os certificados de BDR) e transparência (portfólios são divulgados com base nos mesmos critérios que ativos locais), que os mesmos não fossem mais restritos apenas a investidores qualificados.

A sugestão é pertinente, pois está em linha com a política da CVM de permitir o investimento no exterior de maneira gradual, e está refletida na norma.

4.38 Fundos Multimercado (art. 111; art. 117 da versão final)

O Grupo de Gestores sugeriu excluir a previsão de que os regulamentos dos fundos multimercado poderiam autorizar a aplicação em ativos financeiros no exterior, constante do §1º do art. 111 da minuta divulgada, em razão de sua desnecessidade.

A sugestão foi considerada pertinente e refletida na nova minuta.

SPARTA propôs incluir disposição flexibilizando o limite de concentração por emissor em fundo multimercado, para aumentar o limite de 10% para 20% do patrimônio do fundo, desde que observado o disposto nos artigos 114 e 115 da minuta divulgada (arts. 120 e 121 da versão final).

A sugestão não foi acolhida, pois os limites de concentração visam proteger os cotistas por meio da imposição de uma saudável diversificação à carteira dos fundos. A CVM entende que o aumento do limite permitiria uma concentração muito elevada em poucos emissores. Importante ressaltar que a Instrução já prevê o limite de 20% para ativos



CVM

Comissão de Valores Mobiliários
Protegendo quem investe no futuro do Brasil

emitidos por instituições financeiras autorizadas a funcionar pelo Banco Central.

4.39 Fundos de Investimento em Cotas de Fundos de Investimento (arts. 113 – 116; arts. 119 – 122 da versão final)

Spalding apresentou propostas de modificação da redação do **caput** e do § 3º do art. 113 da minuta divulgada (art. 119 da versão final), de maneira a (i) incorporar a categoria dos fundos de investimento em cotas de fundos de investimento dentro das demais classes de fundo, o que, em sua visão, dentre outros motivos, simplificaria e racionalizaria a classificação, e (ii) substituir a expressão “fundo de investimento em cotas de fundos de investimento” por “fundo de fundos de investimento”, o que seria mais informativo ao investidor, além de corroborar que a denominação do fundo não deve ser confundida com sua forma ou caracterização jurídica.

As propostas de modificação apresentadas por Spalding não foram consideradas pertinentes, pois tais regras específicas já constam da Instrução CVM nº 409 e foram amplamente absorvidas.

BlackRock sugeriu incluir, no §1º do art. 113 da minuta divulgada (art. 119 da versão final), a possibilidade de aplicar os 5% (cinco por cento) restantes do patrimônio dos fundos de investimento dessa natureza em cotas de fundos de índice que reflitam as variações e rentabilidade de índices de renda fixa.

A sugestão foi considerada pertinente e refletida na nova minuta.

A ANBIMA e Carvalhosa sugeriram ajustes ao §5º do art. 113 da minuta (art. 119 da versão final), que enumera os fundos em que os fundos de investimentos em cotas ficam vedados de aplicar, solicitando que ficasse claro que a vedação em questão não se aplica às hipóteses expressamente excetuadas na Instrução. A associação solicita ainda que sejam incluídos, na lista em questão, os fundos de investimento imobiliários, FIDC e FIC-FIDC.

As sugestões foram consideradas pertinentes, e refletidas na nova minuta.

ANFIDC propôs alteração do art. 113 (art. 119 da versão final), §6º, que admite que fundos de investimento em cotas “Renda Fixa” e “Multimercado” invistam em cotas de FII, FIDC e FIC-FIDC até o limite de 20% do patrimônio líquido. A associação sugere que tal dispositivo também autorize, até o



CVM

Comissão de Valores Mobiliários
Protegendo quem investe no futuro do Brasil

limite de 5% do patrimônio líquido, o investimento de tais fundos em cotas de FIDC Não-Padronizados, e FIC-FIDC Não-Padronizados.

A sugestão foi considerada pertinente e refletida na nova minuta, com alguns ajustes, de modo a autorizar o investimento de até 5% do patrimônio em cotas de FIDC Não-Padronizados e FIC-FIDC Não-Padronizados, mas dentro do limite de 20% referido pelo dispositivo.

ABBI, ANBIMA, Grupo de Gestores, Empírica e VBS&O sugeriram alterar a redação do §8º do art. 113 da minuta divulgada (art. 119 da versão final), de modo que, nos limites estabelecidos pelo regulamento do fundo multimercado, fosse possível o investimento também em cotas de (i) fundos de investimento imobiliário, (ii) fundos de investimento em direitos creditórios e (iii) fundos de investimento em fundos de investimento em direitos creditórios.

Barcellos Tucunduva, por sua vez, questiona, uma vez que a proposta não traz limite de alocação do investimento, se poderia considerar (i) até 100% do patrimônio líquido do fundo investidor ou (ii) 40% do patrimônio líquido do fundo investidor, em analogia ao limite máximo por modalidade de ativo para fundos destinados a investidores qualificados.

A sugestão de ABBI, ANBIMA, Grupo de Gestores, Empírica e VBS&O foi considerada mais adequada e refletida na nova minuta, com ajustes.

Em atenção à questão levantada por Barcellos Tucunduva, observa-se que, de fato, o art. 113 (art. 119 da versão final), §8º, não impõe limite para o investimento nos ativos ali listados para o caso dos fundos multimercado destinados a investidores qualificados. Assim, a única limitação aplicável é a existente no regulamento dos fundos, quando houver.

ABBI e Grupo de Gestores apresentaram comentários em relação ao §9º do art. 113 da minuta divulgada (art. 119 da versão final), que autoriza o investimento, por fundos exclusivos e fundos destinados exclusivamente a investidores qualificados, em cotas de qualquer fundo de investimento registrado na CVM. Os participantes propuseram que dispositivo explicita que tal investimento deve obedecer aos limites previstos nos respectivos regulamentos dos fundos investidores.

A sugestão foi considerada pertinente e incorporada à nova minuta.



CVM

Comissão de Valores Mobiliários
Protegendo quem investe no futuro do Brasil

ANBIMA e Ulhôa Canto sugeriram explicitar que a previsão do §9º do art. 113 da minuta divulgada (art. 119, §7º, inciso I da versão final) se aplica apenas aos fundos de investimento em cotas não destinados exclusivamente a investidores qualificados. O dispositivo prevê que o fundo de cotas pode investir até 20% de seu patrimônio líquido em cotas de fundo e fundo de cotas exclusivamente destinados a investidores qualificados.

ANFIDIC, por sua vez, propôs que tal dispositivo autorizasse o investimento de até 5% do patrimônio líquido, em fundos destinados exclusivamente a investidores profissionais e em fundos de investimento em cotas destinados exclusivamente a investidores profissionais.

As sugestões apresentadas por ANBIMA e Ulhôa Canto foram consideradas pertinentes e refletidas na nova minuta, com ajustes.

A complementação proposta por ANFIDIC também foi considerada pertinente e incorporada à nova minuta, com ajustes, no sentido de esclarecer que o limite de 5% para aplicar em fundos e fundos de investimento em cotas destinados exclusivamente a investidores profissionais está dentro do limite de 20% referido pelo dispositivo.

ANBIMA propôs a inclusão de novos dispositivos, autorizando: (i) o investimento por fundos de investimento em cotas classificados como “Multimercado”, “Renda Fixa” e “Ações” em fundos de índice com cotas negociáveis em mercados organizados; e (ii) o investimento, por qualquer fundo de investimento em cotas, em fundos classificados como “Investimento no Exterior”.

As sugestões foram consideradas pertinentes e refletidas na nova minuta, com ajustes, observando a nova classificação dos fundos (vide item 4.34 acima).

Dessa maneira, a referência a fundos classificados como “Investimento no Exterior” foi substituída por “fundos que invistam em ativos financeiros no exterior”.

4.40 Consolidação (art. 116; art. 122 da versão final)

BM&FBOVESPA e BlackRock sugeriram que a exceção à consolidação das aplicações dos fundos investidos fosse estendida também aos fundos de índice investidos.



CVM

Comissão de Valores Mobiliários
Protegendo quem investe no futuro do Brasil

ANFIDIC sugeriu incluir previsão de que a exceção à consolidação somente se aplicaria aos fundos cujo regulamento vede expressamente a aplicação em cotas de fundos de investimento destinados exclusivamente a investidores profissionais.

As sugestões apresentadas foram consideradas pertinentes pela CVM, sendo a redação do dispositivo reformulada para contemplá-las.

4.41 Fundos para Investidores Qualificados (arts. 117 – 120; arts. 123 - 130)

O Grupo de Gestores sugeriu a alteração do art. 118 da minuta divulgada (art. 124 da versão final), para que se admita, além da permanência, também a realização de novos investimentos por investidores atualmente considerados como qualificados, nos fundos junto aos quais já investem.

Carvalhosa, por sua vez, sugeriu a alteração a este mesmo dispositivo de modo que a regra acima seja aplicável aos cotistas que tenham ingressado em concordância com os “critérios de admissão” anteriormente vigentes, e não com os “critérios de admissão e permanência”, conforme disposto na redação do dispositivo divulgado.

As sugestões foram consideradas pertinentes e refletidas na nova minuta.

Grupo de Gestores propôs expandir a regra do parágrafo único do art. 118 da minuta divulgada (art. 124 da versão final), admitindo-se como cotistas dos fundos dessa natureza não apenas os empregados ou sócios das instituições administradoras ou gestoras do fundo, mas também das empresas a ela ligadas.

A sugestão foi considerada pertinente e incorporada, à nova minuta.

ANBIMA e Grupo de Gestores sugeriram que as possibilidades de o fundo prestar fiança, aval, aceite ou coobrigar-se de qualquer outra forma, conforme o inciso V do art. 119 (art. 125 da versão final) da minuta divulgada, seja restrita apenas às operações realizadas pelo fundo.

Spalding e Ulhôa Canto, por outro lado, apresentaram comentários a respeito do quórum de aprovação de cotistas representantes de dois terços das cotas do fundo. Para Spalding, o estabelecimento de quórum de dois terços seria excessivamente oneroso do ponto de vista operacional e não implicaria necessariamente em maior proteção aos cotistas, razão pela qual propôs a sua exclusão. Ulhôa Canto, ao



CVM

Comissão de Valores Mobiliários
Protegendo quem investe no futuro do Brasil

seu tempo, sugeriu a inclusão de permissão no sentido de que o regulamento possa determinar quórum diverso, o que traria mais flexibilidade à regra.

A sugestão de ANBIMA e Grupo de Gestores foi considerada pertinente e incorporada à nova minuta.

Os comentários de Spalding e Ulhôa Canto, no entanto, não acolhidos. A CVM entende que o estabelecimento do quórum de dois terços é necessário, dada à relevância da matéria.

ANBIMA, ANFIDIC e LS Advogados sugeriram alterações na regra do art. 120 da minuta divulgada (art. 126 da versão final), que indica o cômputo em dobro, para os fundos para investidores qualificados, dos limites de concentração de investimento por modalidades de ativo financeiro, e dos limites de concentração para aplicação em ativos financeiros no exterior.

ANBIMA propôs que a redação deste mesmo dispositivo também fizesse referência expressa ao §6º do art. 113 (art. 119 da versão final), que apresenta limites para o investimento de fundos de investimento em cotas. ANFIDIC e a ANBIMA, também sugerem que tal dispositivo faça referência ao inciso II do art. 98 da minuta divulgada (art. 103 da versão final), considerando a inclusão de nova limitação aos investimentos.

LS Advogados, por fim, sugere que, no caso dos fundos para investidores qualificados, (i) o limite de concentração para aplicação em ativos financeiros no exterior seja de 50% do patrimônio líquido do fundo, e (ii) os limites por emissor, estabelecidos no art. 97 da minuta divulgada (art. 102 atual), também sejam computados em dobro.

As sugestões de ANBIMA e ANFIDIC foram consideradas pertinentes e refletidas na nova minuta.

As alterações propostas por LS Advogados, contudo, não foram consideradas adequadas, sendo mantidos, nesse quesito, os limites anteriormente estabelecidos.



CVM

Comissão de Valores Mobiliários
Protegendo quem investe no futuro do Brasil

4.42 Fundos para Investidores Profissionais (arts. 121 – 123; arts. 127 – 130 da versão final)

Barcellos Tucunduva sugeriu que a regra constante do art. 118 da minuta divulgada (art. 128 da versão final), aplicável aos fundos para investidores qualificados, fosse replicada para os fundos para investidores profissionais, de modo a (i) permitir a permanência, nesses fundos, de cotistas que não se enquadrem nos requisitos previstos, desde que tenham ingressado em concordância com os critérios de admissão e permanência anteriormente vigentes, e (ii) admitir como cotistas os empregados ou sócios das instituições administradoras ou gestoras expressamente autorizados pelo diretor responsável da instituição perante a CVM.

Nessa linha, ANBIMA, Grupo de Gestores e LS Advogados também propuseram a inclusão de dispositivo nos mesmos termos do item (ii) acima, admitindo como cotistas os empregados ou sócios das instituições administradoras ou gestoras expressamente autorizados pelo diretor responsável da instituição perante a CVM.

ANBIMA sugeriu, ainda, que possam ser admitidos como cotistas de fundos dessa natureza investidores relacionados por vínculo familiar ou societário.

As sugestões foram consideradas pertinentes e incorporadas, com ajustes, à nova minuta.

ANBIMA sugeriu prever, dentre as faculdades próprias dos fundos para investidores profissionais, a possibilidade de aplicação de recursos em qualquer fundo de investimento registrado na CVM.

A sugestão foi considerada pertinente e incorporada à nova minuta.

CFA sugere que os fundos destinados exclusivamente a investidores profissionais sejam dispensados de enviar informações aos cotistas, caso o seu regulamento contenha expressa previsão neste sentido, pois considerando o seu alto nível de sofisticação, não precisam receber determinadas informações cuja elaboração e envio representam custo que não se justifica.

A sugestão foi considerada pertinente e incorporada à nova minuta. Foi apenas feito ajuste para destacar que referida dispensa não se estende as informações que referido fundo deve enviar para a CVM.

**CVM**

Comissão de Valores Mobiliários
Protegendo quem investe no futuro do Brasil

4.43 Fundos Exclusivos (art. 123; art. 130 da versão final)

ABBI sugeriu que se altere a definição de fundo, exclusivo para investidores qualificados (e não mais “investidores profissionais”), constituído para receber aplicações exclusivamente de um único cotista. ABBI indica preocupação no sentido de que os valores requeridos para a classificação nas categorias de investidores, conforme o Edital de Audiência Pública SDM nº 03/2014, acarrete a inibição à captação de novos investidores.

A sugestão não foi aceita pela CVM, pois se entende ser adequado limitar a utilização dos fundos exclusivos aos investidores profissionais. No que se refere à possível inibição da captação de clientes, cabe mencionar que a Instrução dá uma grande flexibilidade para a criação de fundos voltados a investidores qualificados. Assim, acredita-se que a indústria deve ser capaz de manter sua atratividade com o oferecimento de produtos diferenciados.

4.44 Encargos do Fundo (art. 125; art. 132 da versão final)

ANBIMA sugeriu incluir dentre os encargos do fundo: (i) o custo com registro de operações, e (ii) os honorários e despesas relacionados à atividade de formador de mercado, para o Fundo de Ações – Mercado de Acesso constituído sob a forma de condomínio fechado.

A sugestão no tocante aos custos com registro de operações foi considerada pertinente e incorporada à nova minuta.

Quanto aos honorários e despesas relacionados à atividade de formador de mercado, a CVM acatou a proposta apresentada, sem limitar o seu alcance, contudo, ao Fundo de Ações – Mercado de Acesso constituído sob a forma de condomínio fechado, estendendo o alcance da previsão a todos os fundos.

BM&FBOVESPA sugeriu incluir expressamente dentre os encargos do fundo as despesas com escrituração de cotas, de modo a distinguir tais despesas dos encargos considerados no cômputo da taxa de administração, para maior transparência aos cotistas e ao mercado.

A sugestão não foi aceita pela CVM, considerando que a escrituração de cotas faz parte dos serviços essenciais do administrador de fundos, pelos quais a taxa de



CVM

Comissão de Valores Mobiliários
Protegendo quem investe no futuro do Brasil

administração é devida.

VBS&O e Grupo de Gestores sugerem que as despesas com a elaboração da lâmina não corram às expensas do administrador, mas integrem os encargos do fundo. Para VBS&O, também as despesas relativas ao material de divulgação do fundo devem ser incluídas dentre os encargos, considerando serem em grande parte do interesse dos cotistas e não do administrador.

A sugestão foi considerada pertinente, e refletida na minuta. Com a retirada da menção expressa de que os custos com a lâmina não eram encargos, tais custos passam a estar contemplados no inciso II do art. 132.

SPARTA e o Grupo de Gestores sugeriram alterar o inciso XIII do art. 125 da minuta divulgada (art. 132 da versão final), de modo a prever que, além da taxa de administração, também a taxa de performance seria considerada para fins de cálculo dos montantes devidos a fundos investidores.

Grupo de Gestores sugeriu, ainda, trocar a referência de “concessão de descontos na taxa” para “acordo de remuneração com base na taxa”, o que tornaria mais adequada, em sua visão, a terminologia utilizada, considerando que não haveria propriamente valores a serem pagos em caso de concessão de desconto.

As alterações foram consideradas pertinentes e refletidas na nova minuta, com ajustes.

4.45 Incorporação, Fusão, Cisão e Transformação (art. 127 - 130; arts. 134 – 137 da versão final)

BM&FBOVESPA propôs substituir as referências a “resgate” por “reembolso” nos artigos 127 e 130 da minuta divulgada (arts. 134 e 137 da versão final), uma vez que o termo “resgate” é aplicável apenas a fundos abertos. Além disso, sugere ainda inclusão de dispositivos disciplinando o reembolso, em linha com a Lei das S.A.

O comentário da BM&FBOVESPA com relação à substituição do termo “resgate” por “reembolso” foi aceito e refletido na nova minuta.

Já o comentário relativo à alteração na dinâmica a ser seguida no exercício destes



CVM

Comissão de Valores Mobiliários
Protegendo quem investe no futuro do Brasil

direitos, à semelhança do ocorre com as sociedades anônimas, não foi aceito. A despeito de seu mérito, os fundos possuem características distintas de sociedades anônimas, de sorte que a incorporação de tais procedimentos, sem uma reflexão e discussão com a indústria poderia gerar distorções e problemas indesejáveis.

BM&FBOVESPA sugeriu complementar o art. 129 da minuta divulgada (art. 136 da versão final), de maneira a exigir que os documentos referentes à operação sejam encaminhados não apenas à CVM, mas também à entidade administradora do mercado organizado onde as cotas sejam admitidas à negociação. A sugestão contempla o efetivo cumprimento do art. 62 da Instrução CVM nº 461, que exige a divulgação, por tal entidade, das informações eventuais e periódicas dos emissores de valores mobiliários admitidos à negociação.

A sugestão foi considerada pertinente e incorporada à nova minuta.

ANBIMA sugeriu excluir a necessidade de encaminhamento à CVM, na data do início da vigência dos eventos da reestruturação deliberada, dos seguintes documentos: (i) cópia da ata da assembleia de cotistas que aprovou a operação, (ii) lista de cotistas presentes à assembleia, e (iii) demonstrações contábeis de cada fundo objeto da operação. Observa a BM&FBOVESPA que atualmente já há indicação do número do registro dos atos em cartório e que, além disso, a disponibilização desses documentos no site da CVM pode conduzir à identificação dos cotistas do fundo, comprometendo, em última análise, sua proteção e informações bancárias.

A sugestão proposta pela ANBIMA não foi acolhida pela CVM, pois documentos são considerados importantes para este efeito.

ANBIMA e ABBI sugeriram que a instrução preveja prazo de encaminhamento à CVM das demonstrações contábeis de cada fundo objeto de cisão, incorporação, fusão ou transformação, conforme o caso. Para ANBIMA, as demonstrações deveriam ser enviadas em até 90 (noventa) dias contados da efetivação do evento. ABBI, por sua vez, propôs que as demonstrações sejam encaminhadas à CVM no dia útil seguinte à sua disponibilização ao administrador do fundo.

A CVM considerou adequado o prazo sugerido pela ANBIMA, e incorporou a previsão à nova minuta.

**CVM**

Comissão de Valores Mobiliários
Protegendo quem investe no futuro do Brasil

VBS&O propôs dispensar a exigência de autorização prévia da CVM para as transformações listadas no art. 130 da minuta divulgada (art. 137 da versão final), desde que aprovadas pela unanimidade dos cotistas. Isso significaria, segundo VBS&O, a redução da burocratização da transformação de fundos e clubes de investimentos e a diminuição da sobrecarga de processos apreciados pela autarquia. O artigo mencionado contempla as seguintes transformações: (i) fundo aberto em fundo fechado, (ii) clube de investimento em fundo, aberto ou fechado, e vice-versa, e (iii) fundo regulado por instrução específica da CVM em fundo regulado especificamente pela nova instrução, e vice-versa.

A proposta não foi aceita pela CVM, considerando que a minuta da nova instrução já deixa clara a possibilidade de transformação, sem autorização prévia, quando os fundos tiverem políticas compatíveis, com vistas à desburocratização do processo.

As transformações listadas no art. 130 (art. 137 da versão final), contudo, contemplam justamente as hipóteses em que a CVM entende ser necessária a autorização prévia para a efetivação da transformação, razão pela qual mesmo a aprovação pela unanimidade dos cotistas não pode ter o condão de dispensar a autorização da autarquia.

4.46 Liquidação e Encerramento (arts. 131 e 132; arts. 138 e 139 da versão final)

Ulhôa Canto sugeriu incluir previsão reconhecendo a competência da Superintendência de Relações com Investidores Institucionais – SIN da CVM, para avaliar situações de falta de liquidez, por entender que isso poderia trazer maior segurança jurídica ao mercado. Pela proposta, a SIN, em decisão que caberia recurso ao Colegiado, poderia conceder prazo para a liquidação do fundo ou, se houver anuência expressa de todos os cotistas, autorizar o cancelamento do registro do fundo.

ANBIMA apresentou sugestão de complemento ao art. 132 da minuta divulgada (art. 139 da versão final), que define, para a hipótese de liquidação do fundo por deliberação da assembleia geral, o prazo máximo de 30 (trinta) dias, contados da realização da assembleia, para a divisão do seu patrimônio entre os cotistas.

Conforme proposto pela ANBIMA, o prazo de 30 (trinta) dias poderia ser prorrogado pelo administrador, de modo justificado, nas hipóteses de (i) a liquidez dos ativos integrantes da carteira ser incompatível com o prazo, (ii) existirem obrigações ou direitos de terceiros em relação ao fundo, ainda não prescritos, (iii) existirem ações judiciais pendentes, com o fundo no polo ativo ou passivo, e (iv) decisões judiciais impeditivas do resgate da cota pelo respectivo titular.



CVM

Comissão de Valores Mobiliários
Protegendo quem investe no futuro do Brasil

Além disso, ANBIMA também propôs que a instrução permita que, uma vez deliberada a liquidação pela assembleia de cotistas, sejam transferidos aos cotistas ou negociados, a valor de mercado, eventuais proventos pendentes de recebimento.

As sugestões da ANBIMA foram consideradas pertinentes e refletidas na nova minuta, com ajustes. Com efeito, a CVM admitiu a possibilidade de prorrogação do prazo, observado que o plano de liquidação tenha sido aprovado em assembleia de cotistas, e a CVM receba cópia da ata da assembleia e de tal plano de liquidação.

4.47 Disposições Finais e Transitórias (arts. 137 - 145; arts. 142 – 155 da versão final)

ANBIMA solicitou à CVM esclarecer o momento de início de contagem do prazo para a guarda do termo de adesão e ciência de riscos que, conforme o art. 137, inciso I, da minuta divulgada (atual art. 144 da versão final), deve ser mantido pelo administrador pelo prazo mínimo de 5 (cinco) anos.

O termo de adesão e ciência de riscos deve ser mantido pelo prazo de 5 (cinco) anos contados a partir da sua formalização.

ANBIMA e Grupo de Gestores sugeriram a exclusão do art. 143 da minuta divulgada, que constituía disposição transitória por ocasião da entrada em vigor da Instrução CVM nº 409, que substituíra regulamentação do Banco Central aplicável aos fundos de investimento regulamentados por aquela autoridade à época.

A sugestão foi aceita e refletida na nova minuta.

ANBIMA propôs a redação de regras de transição, utilizando como referência normas anteriores, como a própria Instrução CVM nº 409 e a Instrução CVM nº 302. Dentre as mudanças, sugeriu-se prever a possibilidade de as adaptações à nova regra serem promovidas pelo administrador, e regras claras de transição para os investidores qualificados e para os fundos que atualmente exigem investimento mínimo de um milhão de reais, de forma a esclarecer que os cotistas atuais poderão permanecer nos referidos fundos, nos termos propostos.

A sugestão foi considerada pertinente pela CVM, e refletida na nova minuta, com ajustes.

**CVM**

Comissão de Valores Mobiliários
Protegendo quem investe no futuro do Brasil

Grupo de Gestores, VBS&O e Barcellos Tucunduva sugeriram o aumento do prazo de 90 (noventa) dias para entrada em vigor da instrução, em virtude da grande quantidade e profundidade das alterações.

Para o Grupo de Gestores e VBS&O, o prazo de 180 (cento e oitenta) dias seria mais razoável. Barcellos Tucunduva, por sua vez, propôs o prazo de 1 (um) ano para adaptação dos fundos já existentes, e a manutenção do prazo de 90 (noventa) dias para os novos fundos.

A CVM acolheu a proposta ampliando para 180 (cento e oitenta) dias o prazo para entrada em vigor da instrução, a contar de sua publicação no Diário Oficial da União.

5. OUTROS COMENTÁRIOS E SUGESTÕES

5.1. Denominação

O IBRI sugere que seja incluído, à denominação dos fundos, nomenclatura advinda das recentes medidas que tiveram por objetivo incentivar as ofertas menores.

A presente minuta já incorpora as alterações discutidas no âmbito da Audiência Pública nº 13/13, que discutiu a criação de Fundo de Investimento em Ações – Mercado de Acesso.

5.2. Dispositivos meramente realocados

A minuta proposta manteve parte significativa dos dispositivos constantes da Instrução CVM nº 409, razão pela qual, quando da divulgação do Edital da presente audiência pública, a CVM disponibilizou tabelas comparativas indicando os artigos que haviam sido introduzidos e aqueles que foram apenas realocados.

Neste sentido, o Anexo 5.2 contém relação de sugestões que não foram acolhidas por se referirem a dispositivos que hoje já constam da Instrução CVM nº 409, e foram meramente objeto de realocação na presente reforma, e cuja alteração a CVM entende não ser pertinente.



CVM

Comissão de Valores Mobiliários
Protegendo quem investe no futuro do Brasil

6. PROPOSTA DEFINITIVA DE INSTRUÇÃO

A proposta definitiva de instrução alteradora da Instrução CVM nº 409, de 2004, que incorpora as sugestões acatadas acima mencionadas, segue em anexo ao presente relatório.

Rio de Janeiro, 17 de dezembro de 2014.

Original assinado por

Ana Dolores Moura Carneiro de Novaes

Diretora

**CVM**

Comissão de Valores Mobiliários

Protegendo quem investe no futuro do Brasil

ANEXO 5.2. DISPOSITIVOS MERAMENTE REALOCADOS

DISPOSITIVO	PARTICIPANTE	COMENTÁRIO/SUGESTÃO
Art. 8º, II, parágrafo único	Anbima	Art. 8º(...) Parágrafo único. O campo “Taxa Total de Despesas” do item 4 e os itens 5, 7, 8 e 9 da lâmina de informações essenciais ficam dispensados de apresentação na instrução do pedido de registro do fundo e até que o fundo complete 1 (um) ano de operação. <u>O item 8 da lâmina de informações essenciais fica dispensado de apresentação na instrução do pedido de registro do fundo e até que o fundo complete 1 (um) ano civil de operação.</u>
Art. 11	LS Advogados	Art. 11 As cotas do fundo correspondem a frações ideais de seu patrimônio, são escriturais e nominativas e conferem iguais direitos e obrigações aos cotistas. § 1º O valor da cota do dia é resultante da divisão do valor do patrimônio líquido pelo número de cotas do fundo, apurados, ambos, no encerramento do dia, assim entendido, para os efeitos desta Instrução, como o horário de fechamento dos mercados em que o fundo atue. <u>§ 2º O regulamento dos fundos de investimento poderá atribuir a uma ou mais classe de cotas distintos direitos econômicos, exclusivamente quanto à fixação das taxas de administração e de performance, e as respectivas bases de cálculo.</u>
Art. 12	Spalding	Art. 12. O administrador do fundo ou o terceiro contratado para essa finalidade, na forma do art. 76 e o distribuidor que atue por conta e ordem nos termos do art. 30, são responsáveis, conforme o caso, pela inscrição do nome do titular no registro de cotistas do fundo.
Art. 15	Barcellos Tucunduva	Indagam se a responsabilidade dos cotistas em caso de patrimônio líquido negativo é proporcional à respectiva participação de cada um no Fundo ou se é solidária entre todos os cotistas, hipótese em que o inadimplemento de um cotista resultaria em ônus para os demais.
Art. 15	IBRI	Sugerem a inclusão, após o trecho “patrimônio líquido negativo do fundo”, do trecho “desde que previsto no estatuto do regulamento do fundo”.
Art. 20	LS Advogados	Art. 20 A distribuição pública de cotas de fundo fechado depende de prévio registro na CVM, ressalvadas as hipóteses de dispensa expressamente previstas em norma.
Art. 22, §6º	Jive Asset	Art. 22 (...) §6º A assembleia de cotistas <u>a qualquer tempo e independente da data de início do fundo</u> que deliberar a distribuição de novas cotas do fundo fechado pode dispor sobre o número mínimo de cotas que devam obrigatoriamente ser subscritas para que a distribuição seja mantida, e o tratamento a ser dado no caso de não haver a subscrição total das cotas previstas.



CVM

Comissão de Valores Mobiliários

Protegendo quem investe no futuro do Brasil

		<p>Para garantia do tratamento individualizado dos cotistas, sugerem a inclusão do inciso I com a seguinte redação: <u>I - Os fundos cuja assembleia de cotistas aprovar a emissão de novas cotas deverão obrigatoriamente aderir a método de cobrança de taxa de performance nos termos do inciso III do artigo 85 desta instrução.</u></p> <p>Sugerem a inclusão do direito de preferência nas novas emissões de cotas, na forma do inciso II do § 6º do artigo 22:</p> <p><u>II - A assembleia de cotistas que deliberar sobre novas emissões deverão estabelecer prazo para os cotistas informarem se querem subscrever cotas na nova emissão. Ao cotista do fundo será garantida a preferência na subscrição de novas cotas, na proporção da sua participação no fundo.</u></p>
Art. 35	Salusse Advogados	Art. 35. Previamente à realização das assembleias gerais de cotistas, o distribuidor que esteja atuando por conta e ordem de cliente deve fornecer aos clientes que assim desejarem, <u>em até 48h (quarenta e oito horas) da solicitação</u> , declaração da quantidade de cotas por eles detidas, indicando o fundo, nome ou denominação social do cliente, o código do cliente e o número da sua inscrição no Cadastro de Pessoas Físicas – CPF ou no Cadastro Nacional da Pessoa Jurídica – CNPJ, ambos do Ministério da Fazenda, conforme o caso, constituindo tal documento prova hábil da titularidade das cotas, para o fim do exercício do direito de voto.
Art. 35	Spalding	Art. 35. Previamente à realização das assembleias gerais de cotistas, o distribuidor que esteja atuando por conta e ordem de clientes deve fornecer aos clientes que assim desejarem declaração da quantidade de cotas por eles detidas, indicando o fundo, nome ou denominação social do cliente, o código do cliente e o número da sua inscrição no Cadastro de Pessoas Físicas – CPF ou no Cadastro Nacional da Pessoa Jurídica – CNPJ, ambos do Ministério da Fazenda, conforme o caso, constituindo tal documento prova hábil da titularidade das cotas, para o fim de exercício do direito de voto <u>sempre que acompanhado do extrato das cotas detidas pelos cotistas emitido pelo administrador do fundo ou, conforme o caso, pela instituição responsável pela escrituração da emissão e resgate das cotas do fundo.</u>
Art. 37, V	VBS&O Advogados	V – salvo na hipótese de que trata o art. 39, é devida ao cotista uma multa de 0,5% (meio por cento) do valor de resgate, a ser paga pelo administrador do fundo, por dia de atraso no pagamento do resgate de cotas <u>que lhe seja imputável, e ressalvada a hipótese do art. 39.</u>
Art. 44	Salusse Advogados	Art. 44. As alterações do regulamento dependem da prévia aprovação da assembleia geral de cotistas, sendo eficaz a partir da data deliberada pela assembleia. Parágrafo único. Salvo se aprovadas pela unanimidade dos cotistas do fundo, as alterações de regulamento são eficazes no mínimo a partir <u>o prazo mínimo para eficácia das alterações de regulamento será de 30 (trinta) dias após a comunicação aos cotistas de que trata o art. 75 (...)</u>
Art. 52	Salusse Advogados	Art. 52. No caso de divulgação de informações que tenham por base análise comparativa com outros fundos de investimento, devem ser informados simultaneamente as datas, os períodos, a fonte das informações utilizadas, os critérios de comparação adotados e tudo o mais que seja relevante para possibilitar uma adequada avaliação, pelo mercado, dos dados comparativos divulgados. <u>§ 1º Os dados comparativos devem retratar períodos e épocas idênticas.</u> <u>§ 2º Devem ser apresentados os dados apontados no inciso II do art. 50, em relação aos fundos que sejam utilizados na comparação.</u>



CVM

Comissão de Valores Mobiliários

Protegendo quem investe no futuro do Brasil

Art. 58, §2º, alínea b	SPARTA	Sugerem os seguintes ajustes, com o objetivo de tornar a redação mais clara e objetiva: a) o resumo do teor e justificativa sumária dos votos proferidos no período a que se refere o perfil; e b) razões sumárias para eventual abstenção ou não do exercício do direito de voto durante o período a que se refere o perfil quando o mesmo fosse obrigatório.
Art. 68, parágrafo único	Carvalhosa	Entendem que o prazo de 30 (trinta) dias, previsto no parágrafo único, é muito extenso para a convocação de uma assembleia geral. A nosso ver, tal prazo poderia ser reduzido para 8 (oito) dias, conforme prevê o artigo 123 da Lei das S.A.
Art. 67	ABBI	Art. 67. Anualmente, a assembleia geral deve deliberar sobre as demonstrações contábeis do fundo, fazendo-o até 120 (cento e vinte) dias após o término do exercício social. (...) <u>§ 3º: Nos casos em que as demonstrações financeiras forem emitidas com abstenção de opinião dos auditores independentes, o administrador poderá postergar a realização da assembleia geral, devendo comunicar aos cotistas do fundo, no prazo determinado no caput, a ocorrência da referida abstenção.</u> <u>§ 4º: Sanados os motivos que deram causa à abstenção de opinião de que trata o parágrafo acima, o administrador deverá convocar assembleia geral para deliberar sobre as demonstrações contábeis do fundo, fazendo-o no prazo descrito no § 1º do artigo 67, contado a partir da disponibilização das demonstrações financeiras ao administrador.</u>
Art. 70, §4º	Salusse Advogados	Art. 70. As deliberações da assembleia geral são tomadas por maioria de votos, cabendo a cada cota 1 (um) voto. (...) § 4º Na hipótese de destituição do administrador de fundo aberto , o quorum qualificado a que se refere o caput não pode ultrapassar metade mais uma das cotas emitidas.
Art. 75	BM&FBOVESP A	Art. 75. O resumo das decisões da assembleia geral deve ser enviado a cada cotista no prazo de até 30 (trinta) <u>7 (sete)</u> dias <u>úteis</u> após a data de realização da assembleia, podendo ser utilizado para tal finalidade o extrato de conta de que trata o art. 55, inciso II.
Art. 89, §3º	Salusse Advogados	Art. 89. O administrador e o gestor devem adotar as políticas, procedimentos e controles internos necessários para que a liquidez da carteira do fundo seja compatível com: (...) § 3º A periodicidade de que trata o § 2º deste artigo deve ser adequada às características do fundo às variações históricas dos cenários eleitos para o teste, e às condições de mercado vigentes, <u>não podendo ser inferior a 6 (seis) meses.</u>
Art. 92, §1º	Ulhôa Canto	Art. 92. Nas hipóteses de renúncia ou descredenciamento, fica o administrador obrigado a convocar imediatamente a assembleia geral para eleger seu substituto, a se realizar no prazo de até 15 (quinze) dias, sendo também facultado aos cotistas que detenham ao menos 5% (cinco por cento) das cotas emitidas, em qualquer caso, ou à CVM, nos casos de descredenciamento, a convocação da assembleia geral. §1º No caso de renúncia, o administrador deve permanecer no exercício de suas funções até sua efetiva substituição, que deve ocorrer no prazo máximo de 30-90 (trinta-noventa) dias, sob pena de liquidação do fundo pelo administrador.
Art. 103	Salusse Advogados	Art. 103. Quanto à composição de sua carteira, os fundos de investimento e o fundo de investimento em cotas, classificam-se em: (...) § 1º O fundo classificado como “Renda Fixa”, “Investimento no Exterior” ou “Multimercado” que dispuser, em seu regulamento, que tem o compromisso de obter o tratamento fiscal destinado a fundos de longo prazo previsto na regulamentação fiscal vigente estará



CVM

Comissão de Valores Mobiliários

Protegendo quem investe no futuro do Brasil

		obrigado a: I – incluir a expressão “Longo Prazo” na denominação do fundo; e II – atender às condições previstas na referida regulamentação de forma a obter o referido tratamento fiscal; e III – suportar os custos advindos de eventual não obtenção de tratamento fiscal destinado a fundos de longo prazo.
Art. 106, §1º	Amec	e) títulos, valores mobiliários e outros direitos recebidos por conta de exercício de direito de preferência ou prioridade decorrentes da condição de acionista, ou ainda por aceitação de oferta pública registrada na CVM.
Art. 125, inciso VI	VBS&O	VI - honorários advocatícios decorrentes de prestação de serviços de natureza contenciosas ou consultiva, bem como custas e despesas processuais correlatas, incorridas em razão de defesa dos interesses do fundo, em juízo ou fora dele, inclusive o valor da condenação imputada ao fundo, se for o caso.