

São Paulo, 10 de julho de 2014.

OF. DIR – 022/2014

Ilmo. Sr.

Leonardo P. Gomes Pereira
Presidente
Comissão de Valores Mobiliários – CVM

Ilma. Sra.

Flávia Mouta Fernandes
Superintendente de Desenvolvimento de Mercado (SDM)
Comissão de Valores Mobiliários – CVM

Ref.: Edital de Audiência Pública nº 04/14 – minuta de Instrução que regulará a constituição, a administração, o funcionamento e a divulgação de informações dos fundos de investimento, em substituição à Instrução CVM 409, de 18 de agosto de 2004.

1. Introdução

Em relação ao referido edital, a ANBIMA, como porta-voz de seus associados, gostaria de parabenizar a CVM pela iniciativa e, mais uma vez, agradecer a preocupação da autarquia em ouvir as principais partes interessadas na matéria através do processo de audiência pública.

Mais que isso, é digno de nota o processo conduzido pela CVM anteriormente à publicação do edital, em que a entidade buscou consultar a indústria em relação aos principais pontos a serem desenvolvidos no novo arcabouço regulatório a ser implementado. As diversas reuniões travadas entre os corpos técnicos da CVM e da ANBIMA e entre a CVM e os participantes de mercado foram valiosas para a construção de um norte comum, que assegure a eficácia da regulação ora definida.

O amadurecimento institucional e a introdução de inovações financeiras geram a necessidade de aprimoramentos nas regras e, eventualmente, da revisão de arcabouços regulamentares inteiros. Ao mesmo tempo em que a regulação financeira promove mudanças no modus operandi dos agentes, mercados e instituições financeiras, ela também deve responder à contínua transformação do segmento. Nesse contexto, a modernização e o aprimoramento das regras de constituição, administração, funcionamento e divulgação de informações dos fundos de investimento propostos pela CVM nesse edital constituem uma iniciativa fundamental para que esse segmento amplie,

cada vez mais, sua funcionalidade para o desenvolvimento econômico brasileiro ao longo dos próximos anos.

Assim, e como também pontuado pela CVM, o esforço de modernização constante no edital “decorre de um processo natural de evolução do mercado de valores mobiliários brasileiro e da indústria de fundos de investimento em especial”. Com efeito, desde 2004, quando foi editada a Instrução CVM nº 409, a indústria brasileira de fundos de investimento passou por inúmeras mudanças, registrando uma significativa evolução.

Os ativos sob gestão saltaram de R\$ 629,8 bilhões em dezembro de 2004 para R\$ 2,5 trilhões em junho de 2014, praticamente quadruplicando em termos nominais (e duplicando em termos reais). O número de fundos, por sua vez, saltou de aproximadamente 3 mil para mais que 8 mil, no caso dos fundos de investimento convencionais, e de aproximadamente 2 mil para praticamente 6 mil, no caso dos fundos em cotas.

Com esse crescimento, os fundos passaram a desempenhar o papel de protagonista em diversos segmentos do sistema financeiro brasileiro: em maio de 2014, 41,3% do estoque da dívida pública federal em mercado estavam nas mãos desses veículos, e, se consideradas as operações compromissadas na carteira dos fundos, o valor das operações envolvendo títulos públicos federais alcançou o equivalente a 73% desse estoque. Já no mercado de capitais, 30,1% do volume negociado em ações na BM&FBOVESPA em junho de 2014 foi oriundo de operações realizadas por fundos, enquanto no segmento de debêntures (ex-leasing), a participação dos fundos representou 35,4% do estoque destes ativos na CETIP.

Enquanto isso, somente no varejo, o número de cotistas, medido pelo número de contas que aplicam em fundos de investimento, atingiu 3,8 milhões em maio de 2014, superando largamente o número de investidores que acessam títulos públicos ou ativos oferecidos na BM&FBOVESPA diretamente (378 mil e 592 mil, respectivamente).

O Brasil saiu, então, da 13ª posição no ranking global de indústrias de fundos de investimento para a 6ª posição, consolidando-se como uma das principais indústrias de fundos do mundo^[1].

Essa evolução não se deu apenas no campo quantitativo: a própria conformação estrutural da indústria se alterou ao longo dos últimos dez anos. Como consequência da introdução da arquitetura aberta pela Instrução CVM nº 409/04, houve também um significativo crescimento do número de entidades especializadas na gestão de carteiras de investimento e, correspondentemente, o aumento e diversificação da oferta de produtos e fundos de investimento ao público em geral.

[1] Classificação feita a partir dos ativos sob gestão, com base nos dados apurados pelo Investment Company Institute (ICI). A 6ª posição foi assumida no final de 2009 e, desde então, se mantém. Dados disponíveis em: <http://www.ici.org/research/stats/worldwide/data> (acesso em 10/06/2014).

O crescimento das gestoras independentes e das formas de distribuição a elas associadas contribuiu para uma maior pulverização dos canais de distribuição no Brasil. Os distribuidores, com o intuito de fidelizar seus clientes, passaram a progressivamente adotar estruturas de arquitetura aberta, onde os investidores pudessem acessar produtos de diferentes casas na mesma instituição. Adicionalmente, especialmente no período mais recente, a distribuição de fundos através da Internet e de plataformas ou “supermercados” de fundos começou a ganhar relevância.

Qualitativamente, também se alterou a amplitude de ativos constantes nos *portfolios* dos fundos de investimento: a gama de ativos investidos cresceu significativamente na última década, abarcando, cada vez mais, novos produtos e mercados financeiros, não restringindo-se às fronteiras brasileiras. Com efeito, houve uma crescente internacionalização da indústria, essencialmente, através da internacionalização dos portfólios dos fundos de investimento brasileiros, a partir da autorização para a realização de aplicações no exterior concedida nas Instruções CVM nos 450/07 e 465/08.

Na ocasião da edição da Instrução nº 450/07, a CVM associou a flexibilização de aplicação em ativos no exterior à ampliação de “alternativas de investimento dos gestores, permitindo que possam buscar maior competitividade e maior rentabilidade para os fundos por eles geridos”. A medida permitiu, então, maior diversificação dos portfólios desses veículos, em linha com a tendência generalizada em todo o mundo de internacionalização dos fundos de investimentos e suas aplicações, proporcionando à indústria brasileira um alinhamento com seus pares internacionais.

Esse movimento de diversificação reforça diretamente o peso desses veículos como investidores institucionais capazes de desempenhar um papel importante no desenvolvimento dos mercados financeiro e de capitais brasileiros. Ele também se reflete na ampliação das possibilidades de aplicação para os investidores finais: a indústria criou novas classes e tipos de fundo, empregando estratégias diferenciadas e demonstrando capacidade de adequar-se às exigências de cada investidor individual.

Outro fator que evoluiu ao longo da última década foi a autorregulação do segmento. Das regras para padronização de prospecto e publicidade constantes na primeira versão do Código de Fundos em 2000, seguiram as normas para marcação a mercado dos ativos e cotas, os requerimentos de verificação da adequação dos fundos ao perfil dos investidores (*suitability*), regras de proxy voting, diretrizes para distribuição etc. Foi também criada uma ampla base de dados sobre a indústria brasileira de fundos, o que auxilia sobremaneira a atividade de supervisão e contribuiu para a eficácia da regulação, amplamente falando.

O arcabouço de autorregulação operou no sentido da complementaridade com a regulação da CVM, evitando sobreposições e propondo práticas alinhadas à realidade do mercado. A autorregulação contribuiu sobremaneira para a promoção da harmonização das práticas de mercado e o alinhamento das condições de competição dos gestores e fundos de investimento, preservando a concorrência leal no segmento.

A maior flexibilidade da regulação voluntária permitiu também que as inovações financeiras e alterações relevantes do mercado obedecessem a regras específicas mesmo antes da ação regulatória da CVM, antecipando algumas necessidades regulatórias. Os requerimentos de suitability, por exemplo, constam no Código de Fundos desde 2008 e foram formalmente adotados pela CVM somente no final de 2013, para vigência em 2015; outros exemplos estão ligados à transparência de mercado e gerenciamento de risco. Tudo indica, portanto, que o desenvolvimento da autorregulação contribuiu para a robustez e resiliência dos fundos de investimento brasileiros.

Ilustração disso é o desempenho da indústria de fundos em meio à crise financeira internacional de 2008-9. Em meio à turbulência dos mercados, a captação líquida negativa (R\$ 65,6 bilhões) e a desvalorização do patrimônio (-2,9%) testemunhadas no ano de 2008 foram rapidamente revertidas: o ano de 2009 registrou volumes recordes de captação (R\$ 86,7 bilhões), posteriormente superados nos anos seguintes, e os ativos sob gestão valorizaram-se significativamente (24,6%). Poucos fundos foram fechados: no caso dos fundos em cotas, o número de fundos reduziu-se de 4.305, em dezembro de 2007, para 4.027, em dezembro de 2009, e logo retomou uma trajetória de expansão; no caso dos fundos convencionais, sequer uma redução do número de fundos foi registrada, tendo sido mantida a trajetória de expansão de longo prazo do número de fundos disponíveis.

Como inicialmente mencionado, o amadurecimento institucional e a introdução de inovações financeiras, por vezes, geram a necessidade de revisar a regulação financeira. Parece ser exatamente esse o estágio em que se encontram os fundos de investimento brasileiros: os últimos dez anos registraram um amadurecimento e aprofundamento do segmento, novas estruturas surgiram, novos mercados se abriram e houve a difusão de inovações relevantes na indústria.

A valorização dos meios eletrônicos de comunicação e a racionalização do volume e forma de divulgação de informações são avanços importantes para reduzir os custos e ampliar a competitividade da indústria ante outros produtos no Brasil. A flexibilização dos limites de aplicação, sobretudo, em ativos no exterior, constitui um reconhecimento formal do regulador acerca da tendência de globalização dos fundos de investimento e oferece oportunidade à indústria de seguir esse caminho. A maior transparência visada pelo Edital contribui para reduzir a assimetria informacional e proporcionar que investidores tomem decisões devidamente informados, de acordo com seus objetivos, capacidade financeira e conhecimento, podendo, assim, diversificar seus portfólios apropriadamente.

Ou seja, a modernização almejada certamente será relevante para a ampliação da funcionalidade da indústria brasileira de fundos de investimento ao desenvolvimento econômico e financeiro do país. Por outro lado, também deverá promover novas transformações no segmento e nas práticas de seus participantes cujos efeitos ainda não podem ser antecipados. Eles devem ser objeto de acompanhamento e diálogo contínuos entre mercado e regulador, eventualmente ensejando novas iniciativas regulatórias ou aperfeiçoamentos do novo arcabouço.

A ANBIMA compartilha desse objetivo de contínua modernização e se manifesta em resposta, encaminhando sugestões de aprimoramento, e eventuais alterações e esclarecimentos, às mudanças propostas na minuta de Instrução disponibilizada no edital. Em função da extensão da matéria, optamos por estruturar este ofício da seguinte forma. Além desta introdução, mais três seções compõem o documento. A Seção 2 trata de forma aprofundada os assuntos de maior relevância para a indústria de fundos de investimento brasileira como, por exemplo, o investimento no exterior e as regras de rebate, consolidando as discussões sobre cada um dos temas, as sugestões de aprimoramento ao texto da minuta e as justificativas correspondentes. A Seção 3 traz sugestões pontuais aos dispositivos na minuta, conforme a sequência da Instrução apresentada pelo edital. Por fim, a Seção 4 tem caráter conclusivo, trazendo considerações finais acerca do arcabouço regulatório dos fundos de investimento no Brasil.

2. Pontos de destaque do edital

2.1. Taxa de Custódia

2.1.1. Introdução sobre a composição da Taxa de Administração na indústria de Fundos

O edital trouxe à discussão, entre outros aspectos, a cobrança da remuneração do custodiante decorrente da prestação do serviço de custódia de ativos financeiros e de classificação de risco por agência especializada constituída no país por meio da taxa de administração e não como encargo a ser cobrado diretamente do fundo. O Edital de Audiência Pública nº06/12, que resultou na edição da Instrução CVM nº 522, instituiu ao administrador a obrigação de enviar periodicamente aos cotistas a Demonstração de Desempenho, para, segundo a própria CVM “auxiliar o investidor a comparar o desempenho de diferentes fundos de investimento, bem como o impacto de taxas e despesas sobre tal desempenho...”. O referido documento discrimina as despesas do fundo, taxas de administração e performance e outras despesas (incluindo custódia e controladoria), bem como indica as despesas pagas ao grupo econômico do administrador e do gestor, segregando o montante oriundo da taxa de administração do referente a despesas operacionais e de serviço. Além de melhorar a comparabilidade das informações sobre desempenho, taxas e despesas, as informações padronizadas contidas na Demonstração de Desempenho aumentam substancialmente a transparência relativa aos custos de se investir em determinado fundo. Outro documento introduzido foi a Lâmina de Informações Essenciais, que tem em seu conteúdo uma tabela padronizada com informações sobre taxas e despesas, mais especificamente taxas de administração, performance, entrada, saída e taxa total de despesa, com o mesmo objetivo manifestado na Demonstração de Desempenho.

Ambos os documentos são reflexo de recomendações internacionais e no que concerne às despesas, remetem à Diretiva Europeia 65/2009 (art. 78, § 3º, alínea “d”) e ao Relatório Final da IOSCO sobre Taxas e Despesas de Fundos de Investimento.

O relatório da IOSCO apresenta detalhes e melhores práticas em pontos chaves, relacionados às taxas e despesas, devendo ser mencionada a definição da taxa total de despesas (TER) e seus parâmetros para cálculo, que contemplam todas as despesas necessárias ao seu funcionamento (administração, gestão, custos de distribuição, custódia, entre outros), ficando de fora apenas os custos de transação.

O referido relatório sugere ainda que seja disponibilizada tabela de custos, que permita distinguir os custos pagos diretamente pelo investidor, daqueles que são deduzidos do fundo, exemplificados no anexo 1 do documento.

A U.S. Securities and Exchange Commission, disponibiliza no seu website, informações aos investidores, entre as quais estão incluídas informações sobre as taxas e custos dos Mutual Funds (<http://www.sec.gov/answers/mffees.htm>), cabendo mencionar: (i) Taxa de Administração - é aquela deduzida do fundo para pagamento ao investment advisor do fundo (ou suas afiliadas) para o gerenciamento de carteira, e as taxas administrativas não incluídas na categoria de "Outras Despesas" e (ii) Outras Despesas - Incluem-se nesta categoria gastos não incluídos nas categorias "Taxa de Administração" ou "Taxa de Distribuição [e / ou serviço] (12b-1)". Servem de exemplo: as despesas com serviços de acionistas não inclusos na categoria "Taxa de Distribuição [e / ou serviço] (12b-1)"; despesas de custódia; despesas legais; despesas de contabilidade; despesas do transfer agent; e outras despesas administrativas.

A *Investment Management Association* detalha em seu website, os encargos cobrados dos investidores, e aqueles deduzidos anualmente dos fundos, entre os quais cabe mencionar a custódia dos ativos do fundo (*Safe-keeping of the funds assets*) classificado como serviço independente, divulgado de forma segregada das taxas de administração, gestão e consultoria.

Pode-se concluir deste breve resumo, que as práticas mundiais podem ser diversas, mas concentram-se na divulgação, de forma padronizada, do total de despesas envolvendo o investimento no fundo, como padrão mínimo para a comparabilidade entre os fundos. Assim, desde que os custos associados à prestação de serviços de custódia sejam divulgados de forma transparente e em formato que permita a comparação, não há necessidade de que componham a taxa de administração.

É preciso pontuar também, que a Demonstração de Desempenho é um documento recente na indústria mundial, e mais ainda no Brasil, sendo necessário aculturar os investidores e os veículos de comunicação a utilizarem suas informações para avaliar fundos de investimento.

2.1.2. Da atividade de custódia

A atividade de custódia no Brasil foi regulada a partir da Instrução CVM nº 89, de 1988, a qual permaneceu por 25 anos como a principal referência regulatória desta atividade. Com o passar dos anos, tendo em vista as significativas mudanças regulatórias ocorridas no mercado brasileiro e a crescente valorização da atividade como importante

suporte de infraestrutura de mercado no âmbito nacional e internacional, entendeu-se como necessária a atualização e modernização desta Instrução.

Após intensos debates com o mercado brasileiro e com entidades internacionais, foram editadas normas próprias para as atividades de depósito centralizado, custódia e escrituração, em substituição à Instrução CVM nº 89. Com isso, foi publicada, em dezembro de 2013, a Instrução CVM nº 542 que veio regular a atividade de custódia de valores mobiliários. A norma define que a prestação de serviços de custódia compreende a conservação, controle, conciliação das posições de valores mobiliários em contas de custódia mantidas em nome do investidor, o tratamento das instruções de movimentação recebidas bem como o tratamento de eventos incidentes sobre os valores mobiliários custodiados.

A publicação de norma própria para esse serviço possibilita uma melhor definição das funções e responsabilidades desse prestador de serviço. Na medida em que estabelece requisitos mínimos para os contratos, assim como para a publicação e envio de informações periódicas aos investidores, possibilita maior transparência e segurança a uma atividade cada vez mais valorizada como suporte para a estabilidade financeira.

No caso da indústria de fundos de investimento, os serviços de custódia podem ser prestados pelo próprio administrador, quando devidamente habilitado, ou por terceiros habilitados por ele contratados em nome do fundo. O custodiante executa suas atividades de forma segregada, em estrutura independente, possibilitando maior segurança para os investidores. Com o propósito de se obter ganho de escala e redução de custos operacionais, os contratos de custódia são normalmente negociados com base no volume financeiro da totalidade dos recursos custodiados, sendo comum a existência de um único “contrato-mãe” e não um contrato para cada fundo. Frequentemente tais contratos trazem a taxa de custódia de modo escalonado considerando o volume financeiro custodiado e a faixa de patrimônio líquido dos fundos. Sendo assim, a taxa de custódia é cobrada do fundo, com base no que rege o contrato, conforme o seu patrimônio líquido e o volume sob custódia.

Vale ressaltar que alguns investidores institucionais, como por exemplo, as Entidades Fechadas de Previdência Complementar contratam uma única instituição que consolida a informações relativas a todas as operações de seus fundos e da carteira própria. Em situações em que haja coincidência entre a instituição que presta tais serviços de consolidação e o custodiante de fundos abrangidos por tal consolidação, é usual que a negociação da remuneração do conjunto desses serviços seja feita de forma integrada. A inserção da remuneração da custódia na taxa de administração inviabilizaria tal prática, benéfica às entidades fechadas de Previdência Complementar.

2.1.3. Transparência na Taxa de Custódia (Sugestão e Justificativas)

COMENTÁRIO: Cabe destacar, que o objetivo principal do regulador com a mudança proposta no edital consiste em mitigar o potencial conflito de interesses, na cobrança de uma taxa de administração reduzida, compensada por custo elevado de taxa de custódia, o que acarreta uma distorção na informação acerca das taxas efetivamente praticadas. .

Pelas razões anteriormente expostas e com base na prática de mercado local e internacional, entendemos que a taxa de custódia não deve fazer parte da taxa de administração.

Para conciliar o objetivo da CVM com o posicionamento da ANBIMA, sugerimos:

(i) que o percentual máximo referente ao serviço de custódia conste do regulamento do fundo, sendo que a alteração dos termos do contrato entre o administrador e o custodiante deverá ser objeto de aprovação pela assembleia; e

(ii) que a taxa de custódia efetiva, seja apresentada no formulário de “Demonstração de Desempenho do Fundo”, pois entendemos que tal documento é o melhor meio de comunicação com o cotista sobre as despesas do fundo.

No tocante às despesas com agências de classificação de risco (artigo 76, §2º, inciso VII), sugerimos manter o tratamento atualmente concedido pela Instrução CVM nº 409.

Em relação ao item (i) acima, entendemos que a adaptação dos regulamentos dos fundos existentes será feita sem a necessidade de assembleia.

Art. 2º.

XLII – taxa de administração: taxa cobrada dos cotistas do fundo para remunerar o administrador do fundo e os prestadores dos serviços previstos no art. 76, §2º, *com exceção ao inciso VI incisos I a VII*, observado o art. 83, §6º;

Art. 43. O fundo é regido pelo regulamento, que deve, obrigatoriamente, dispor sobre:

IX – taxa máxima de custódia expressa em percentual;

~~*IX – demais despesas do fundo, em conformidade com o disposto no art. 125; (...)*~~

Art. 44. As alterações do regulamento dependem da prévia aprovação da assembleia geral de cotistas, sendo eficazes a partir da data deliberada pela assembleia.

Parágrafo único. (...):

I – aumento ou alteração do cálculo das taxas de administração, custódia, de performance, de ingresso ou de saída;

II – alteração da política de investimento

Art. 65. Compete privativamente à assembleia geral de cotistas deliberar sobre:

IV – o aumento da taxa de administração e de custódia;

Art. 125. Constituem encargos do fundo as seguintes despesas, que lhe podem ser debitadas diretamente:

IX – despesas com liquidação e custódia de operações com títulos e valores mobiliários, ativos financeiros e modalidades operacionais, ~~excluída a remuneração de que trata o art. 76, §2º, VI;~~

ANEXO 55 – MODELO DE DEMONSTRAÇÃO DE DESEMPENHO DO FUNDO

3. Despesas do fundo: as despesas apresentadas na tabela abaixo são debitadas diretamente do patrimônio do fundo e reduzem a sua rentabilidade. (...)

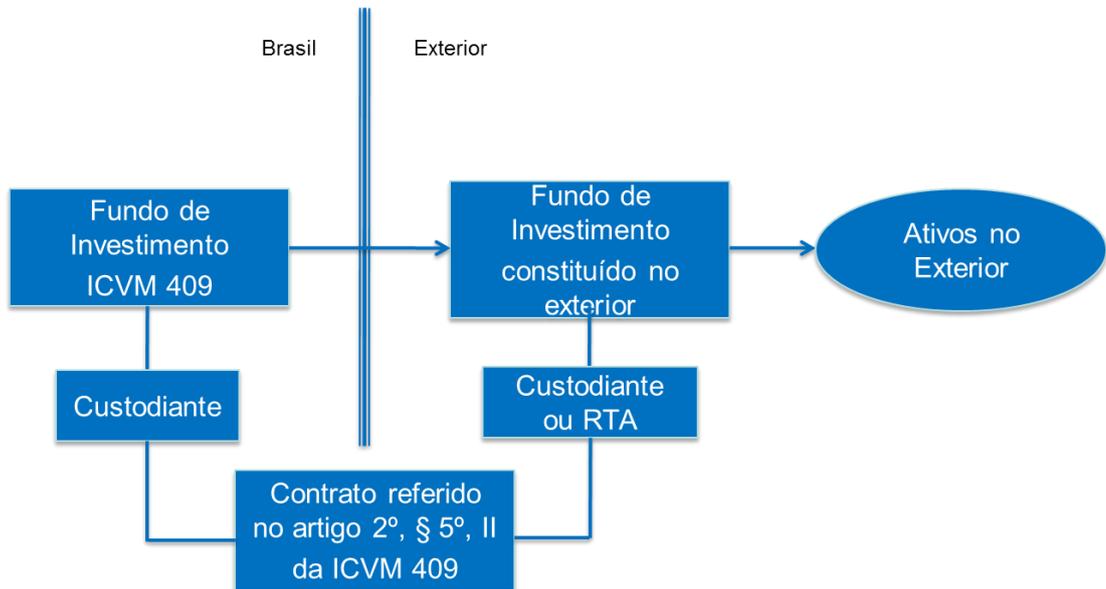
<i>Despesas do Fundo</i>		<i>Percentual em relação ao patrimônio líquido diário médio em [●]</i>
<i>Taxa de administração (inclui as taxas de administração e de performance, se houver, de outros fundos em que este fundo tenha investido)</i>	<i>Parte fixa</i>	
	<i>Parte variável (taxa de performance)</i>	
<i>Taxa de Custódia</i>		
<i>Outras despesas (inclui despesas de serviços de custódia, auditoria, etc.)</i>		
TAXA TOTAL DE DESPESAS		

2.2. Investimento no exterior

A CVM vem, desde a edição da Instrução nº450, possibilitando ao investidor brasileiro acesso a fatores de risco distintos dos que podem ser encontrados no Brasil, por meio de mais uma opção de alocação de recursos.

Diante dessa possibilidade, demonstramos a seguir como a indústria brasileira de fundos de investimento vem investindo no exterior.

Os investimentos são realizados de duas maneiras: via investimento direto em ativos e/ou via fundos de investimento no exterior, sendo que esta última é a mais comumente adotada pelos gestores brasileiros, cuja estrutura segue ilustrada abaixo:



O fundo no exterior pode ser de gestão do próprio gestor brasileiro (direta ou indiretamente) ou de gestores estrangeiros terceiros. No caso do fundo de gestão própria, o gestor local tem conhecimento de todos os ativos e operações constantes da carteira do fundo no exterior, a qualquer tempo. Já no caso de investimento em um fundo internacional, de terceiro ou do mesmo conglomerado global, o gestor local, em geral, tem acesso às informações do fundo investido, na mesma periodicidade e abertura dos demais cotistas do fundo, ou seja, ainda que seja parte relacionada do gestor do fundo estrangeiro, o gestor brasileiro não tem qualquer ingerência sobre a estrutura do fundo estrangeiro investido, inclusive quanto à periodicidade de divulgação da carteira, dado que a jurisdição de constituição do fundo e/ou seus respectivos documentos de constituição definem a periodicidade e política de divulgação da carteira para os investidores.

Gostaríamos de trazer à atenção o fato de que o investimento em fundos estrangeiros cujas cotas não estão registradas em sistema de registros, nem são objeto de custódia ou de depósito centralizado em sistemas tais como Euroclear, Clearstream, etc., pode ocorrer não só por meio da utilização de um custodiante estrangeiro, mas também por meio de remessa direta de recursos do fundo brasileiro para a conta de custódia do fundo estrangeiro indicada pelo escriturador (RTA – *Registrar and Transfer Agent*) do fundo estrangeiro, hipótese em que o fundo brasileiro interage apenas com o escriturador e ainda assim na qualidade de subscritor de cotas.

Outro ponto que merece atenção é quanto ao atestado de existência da cota do fundo estrangeiro. Compartilhamos a preocupação da CVM em buscar assegurar a

legitimidade e devida emissão dos ativos no exterior, em especial cotas de fundos estrangeiros, adquiridos por fundos locais.

Neste sentido a própria legislação brasileira define que a prestação de serviços de custódia compreende a conservação, controle, conciliação das posições de valores mobiliários em contas de custódia mantidas em nome do investidor, o tratamento das instruções de movimentação recebidas bem como o tratamento de eventos incidentes sobre os valores mobiliários custodiados e não define que o custodiante assegure a existência dos ativos.

É notável a evolução trazida pelo edital com regras mais claras sobre o acompanhamento dos prestadores de serviços no exterior, bem como, a ampliação dos limites dos investimentos dos fundos de Ações e de Renda Fixa e daqueles destinados a investidores qualificados. Contudo, a minuta de Instrução não dispõe sobre a possibilidade de constituição de fundo de investimento com aplicação de 100% de seus recursos no exterior destinados a investidores qualificados.

No próximo item, apresentaremos nossas sugestões para aperfeiçoamento do tema, de forma a refletir mais fielmente a dinâmica do mercado e preservando o objetivo proposto na minuta de Instrução.

2.2.1. Dos ativos financeiros

COMENTÁRIO: Entendemos que o custodiante e/ou o administrador do fundo local devem certificar-se de que o custodiante ou escriturador estrangeiro atendem a determinados requisitos, em especial quanto à sua estrutura, processos e controles internos, bem como quanto à boa guarda e regular movimentação dos ativos mantidos em custódia ou quanto à legitimidade e veracidade dos registros e titularidade dos ativos, conforme o caso.

Adicionalmente, e a despeito do agente (custodiante ou administrador do fundo local) ao qual venha a se a impor a obrigação prevista no dispositivo em questão, destacamos que esta deve ser uma obrigação de meio, e não uma obrigação de resultado. Nesse sentido, preocupou-nos a utilização da palavra “suficientes” na redação proposta original (Art. 96, § 1º), pois poderia ser interpretada como a imposição de uma obrigação de resultado, razão pela qual sugerimos um ajuste na redação do parágrafo em referência.

A necessidade de que o administrador seja também responsável por esse processo decorre do fato de que o administrador tem o poder e instrumentos jurídicos para impedir que o gestor realize investimento em fundos de investimento que não atendam a tais requisitos, ou para demandar a reversão do referido investimento. Dessa forma, inserimos a sugestão de que tal atividade seja desempenhada diretamente pelo administrador ou que possa ser delegada ao custodiante, cabendo assim às partes definir os instrumentos jurídicos que possibilitem o cumprimento por todos os prestadores do disposto nesse artigo.

Sugerimos ajuste na redação para prever a possibilidade de investimentos em outros ativos que tenham como contraparte ou emissor instituição financeira supervisionada por autoridade local reconhecida, com objetivo de cobrir, por exemplo, aplicação em *time deposits* ou instrumentos equivalentes negociados com instituições financeiras estrangeiras.

Art. 96. Os ativos financeiros referidos no art. 93 incluem os ativos financeiros no exterior, nos casos e nos limites admitidos nesta Instrução, desde que a possibilidade de sua aquisição esteja expressamente prevista em regulamento e:

I – sejam registrados em sistema de registro, objeto de custódia, ou objeto de registro de depósito central devidamente autorizados em seus países de origem e supervisionados por autoridade local reconhecida; ou

II – cuja existência ~~tenha sido assegurada pelo custodiante do fundo, que deve contratar, especificamente para esta finalidade, terceiros devidamente autorizados para o exercício da atividade de custódia em~~ seja evidenciada diretamente pelo administrador ou pelo custodiante do fundo por meio do recebimento de documentos, extratos ou registros que demonstrem a existência do ativo e desde que tais ativos sejam escriturados ou custodiados por entidade devidamente autorizada por países signatários do Tratado de Assunção ou em outras jurisdições, desde que, neste último caso, supervisionados por autoridade local reconhecida, ou tenham como contraparte ou emissor instituição financeira ou entidade equivalente supervisionada por autoridade local reconhecida.

§ 1º: Quando o fundo investir em fundos de investimento ou estruturas semelhantes, o administrador, diretamente ou por meio do custodiante do fundo, deve certificar-se de que o custodiante ou escriturador no exterior possui estrutura, processos e controles internos adequados para a:

- I. prestação do serviço de custódia ou escrituração de ativos, conforme aplicável;*
- II. execução da sua atividade com boa fé, diligência e lealdade, sendo-lhe vedado privilegiar seus próprios interesses ou de pessoas a ele vinculadas;*
- III. boa guarda e regular movimentação dos ativos mantidos em custódia ou, no caso de escrituradores, atestar a legitimidade e veracidade dos registros e titularidade dos ativos.*

~~*§ 1º Na hipótese do inciso II, se o fundo investe em fundos de investimento ou estruturas semelhantes, o custodiante do fundo deve possuir mecanismos de acompanhamento suficientes para a verificação dos processos adotados pelos terceiros contratados para assegurar a existência dos ativos integrantes das carteiras dos veículos investidos.*~~

COMENTÁRIO: Notamos que, com as obrigações impostas pelo art. 96, §2º ao gestor do fundo investidor para a seleção do investimento no fundo estrangeiro, a divulgação das carteiras não foi a única maneira trazida pela Nova Instrução para garantir que os investidores dos fundos que investem no exterior tenham a informações necessárias para a sua decisão de investimento.

Apesar da exigência ora proposta de consolidação das carteiras do fundo local e do fundo estrangeiro geridos pelo mesmo gestor ou por partes relacionadas apenas replicar uma dinâmica já existente no caso de investimento em fundos locais, gostaríamos de destacar 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 periodicidade do fundo local.

Dessa forma sugerimos ajuste na redação com o objetivo de adequar o texto apresentado, propondo a necessidade de divulgação da carteira aos fundos em que o gestor possua influência direta ou indireta nas decisões de investimento. Entendemos que, neste sentido, teremos estruturas que permitam a divulgação das carteiras, expondo as informações ao cotista de forma segregada, considerando a divulgação dos ativos no exterior como ativo final, mantendo a divisão dos ativos locais e externos para fins de composição de carteira.

§ 2º Os fundos de investimento constituídos no Brasil que investirem recursos junto a fundos ou outros veículos de investimento de natureza similar sediados no exterior, cujas carteiras sejam geridas pelo gestor ou por partes relacionadas ao gestor do fundo investidor, sobre as quais o gestor do fundo investidor tenha direta ou indiretamente influência nas decisões de investimento deverão ~~consolidar e~~ divulgar as informações sobre as carteiras dos referidos veículos na mesma periodicidade e em conjunto com a divulgação das posições mantidas pelas respectivas carteiras em ativos financeiros negociados no Brasil, nos termos desta Instrução.

§ 3º Ficam dispensados das obrigações estabelecidas no §2º acima os fundos de investimento constituídos no Brasil que investirem recursos junto a fundos ou outros veículos de investimento de natureza similar sediados no exterior cujas carteiras não sejam geridas pelo gestor ou por partes relacionadas ao gestor do fundo investidor e sobre os quais o gestor não tenha direta ou indiretamente influência nas decisões de investimento.

COMENTÁRIO: Com o objetivo de fornecer maior garantia a todos os fundos nos quais a gestão no exterior não é feita, direta ou indiretamente, pelo gestor do fundo local incluímos requisitos adicionais a serem observados pelos gestores.

§ 4º O gestor do fundo referido no §3º é responsável por executar, na seleção de investimento, procedimentos compatíveis com as melhores práticas do mercado, verificando, no mínimo, se o veículo investido:

I – é regulado e supervisionado por autoridade local reconhecida sob um regime regulatório com objetivos e efeitos similares ao brasileiro;

II – tem o valor da cota calculada ao menos com a mesma frequência do fundo investidor; ☺

III – é ~~operado~~ gerido por profissionais capacitados, experientes, de boa reputação e devidamente autorizados a exercer suas funções por autoridade local reconhecida.

IV – possui custodiante supervisionado por autoridade local reconhecida.

V – é auditado por auditoria independente registrada ou reconhecida por autoridade local reconhecida.

COMENTÁRIO: No caso dos fundos destinados a investidores profissionais a CVM possibilita que os fundos no exterior não tenham o valor da cota calculada com a mesma frequência do fundo investidor (inciso II, acima).

Sugerimos que, no caso de fundos destinados a investidores profissionais e fundos destinados a investidores qualificados, que investem até o limite de 40% no exterior, não sejam observados os incisos I e II, do artigo acima. O objetivo é possibilitar maior diversificação dos investimentos, inclusive em *hedge funds*, para investidores que são suficientemente capazes tomar as suas próprias decisões de investimento e ponderar devidamente os riscos em que incorrem.

§ 5º O gestor do fundo ~~referido no § 3º~~ que for destinado exclusivamente a investidores profissionais e ou qualificados fica dispensado do cumprimento do §4º incisos I e II.

2.2.2. Fundo de Investimento no Exterior para Investidor Qualificado

COMENTÁRIO: A CVM propõe que somente investidores profissionais sejam possibilitados de investir ilimitadamente no exterior e é correto afirmar que os investidores profissionais sejam aqueles que necessitam de menor tutela regulatória, podendo investir no exterior sem maiores restrições regulatórias.

No caso de investidores qualificados, conforme já mencionado anteriormente, a minuta não dispõe sobre a constituição de fundo de investimento 100% no exterior destinados a eles. O silêncio da norma neste caso gera a impossibilidade de investidores qualificados investirem em fundos cuja carteira seja composta por 100% de ativos no exterior e, conseqüentemente, gera 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 em fundos de investimentos, que contam com maior proteção, regulação e divulgação de informações. Além disso, minuta de Instrução, restringe o acesso do investidor qualificado a produtos já ofertados no mercado e que não necessariamente irão refletir suas necessidades e estratégias de investimentos, por isso, entendemos que o investidor qualificado deve ter a possibilidade de fazer sua própria alocação de recursos no exterior, por meio de fundos. De forma a preservar a cadeia de restrições em relação aos investimentos no exterior por tipo de investidor, sugerimos a inclusão de um novo parágrafo que disponha sobre a possibilidade de constituição de fundos que possam investir no mínimo 80% no exterior, desde que o gestor do fundo local observe as exigências do parágrafo 5º (renumeração ANBIMA) 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. A sugestão de 180 dias está em linha com o que a CVM já possibilita aos fundos locais, conforme a ICVM 409, Art. 68 § 2º.

Acerca da exigência disposta no inciso I do parágrafo 5º (renumeração ANBIMA), a associação se compromete em estabelecer, por meio do seu Código de Autorregulação e Melhores Práticas para Fundos de Investimento, diretrizes que nortearão as características e práticas dos fundos domiciliados no exterior que deverão ser adquiridos pelos fundos locais que invistam no mínimo 80% no exterior, destinados a investidores qualificados e fundos locais que invistam até 20% no exterior, destinados a investidores em geral.

Art. 96 (...) § 6º (NOVO) Na hipótese de fundos prevista no artigo 110, inciso II o gestor deverá cumprir integralmente o disposto no §5º e divulgar as informações sobre as carteiras dos referidos veículos e em conjunto com a divulgação das posições mantidas pelas respectivas carteiras em ativos financeiros negociados no Brasil, nos termos desta Instrução, sendo admitida uma defasagem por período máximo de 180 dias contados da data da divulgação.

~~§ 6º~~ § 7º (renumera)

~~§ 7º~~ § 8º (renumera)

~~§ 8º~~ § 9 (renumera) As aplicações em ativos no exterior não são cumulativamente consideradas no cálculo dos correspondentes limites de concentração por emissor e por modalidade de ativo financeiro aplicáveis aos ativos domésticos,

Art. 110. O fundo classificado como “Investimento no Exterior” que investir nos termos do art. 107, inciso III deve:

I – ser destinado exclusivamente a investidores profissionais e fundos de investimento, nos limites observados no art. 96, § 8º, inciso II e no art. 120; e

II - ser destinado exclusivamente a investidores qualificados, desde que observado o art. 96, §6º;

III – dispor pormenorizadamente (...)

2.2.3. Fundo de Investimento em Ações – BDR Nível I

COMENTÁRIO: Com a atualização dos valores exigidos para os investidores qualificados (audiência pública nº 3/14 da Instrução CVM nº 539) haverá uma grande restrição do número de investidores que terão acesso ao Fundo de Ações BDR Nível I, justamente em um momento em que estão surgindo novos Fundos com tais características, com o correspondente aumento no número de cotistas e seu patrimônio. Neste sentido, entendemos que tais fundos, três anos após a sua regulamentação, devam ser estimulados, seja por terem se constituído em excelentes veículos de investimento, como também por representarem mais uma opção para o acesso a ativos estrangeiros por investidores brasileiros.

Alguns fortes argumentos contribuem para tal conclusão:

- Maior segurança e controle do ativo: nos programas de BDR, há uma instituição depositária responsável pelo programa, regulada pela própria CVM. Tal instituição controla a posição de custódia dos ativos que servem de lastro para os certificados BDR.
- Transparência dos ativos: os Fundos de BDR divulgam seu portfólio com base nos mesmos critérios dos ativos locais, em periodicidade mensal, no site da CVM.
- Marcação a Mercado dos ativos: os BDRs, mesmo que apresentem pouca liquidez no mercado local, o que poderia dificultar a sua precificação, podem ser considerados como cotados em mercado ativo, tendo em vista que as ações que servem de lastro para os certificados têm seus preços cotados de forma regular e amplamente disponível em bolsas estrangeiras. Adicionalmente, o Ofício-Circular/CVM/SIN/Nº 6/2012 autorizou tais fundos a utilizarem para fins de contabilização os valores de referência divulgados pela BM&FBOVESPA.
- Liquidez: os fundos de BDR dispõem de grande liquidez, pois os certificados contam não só com a liquidez do mercado local, mas principalmente do mercado em que o ativo lastro é negociado. Sempre é possível criar ou destruir os certificados por meio da compra e venda do ativo lastro, mesmo em situações em que haja grandes volumes de aplicações e resgates nos fundos.

Os fundos de BDR demonstraram, portanto, ser veículos seguros, transparentes e eficientes para a diversificação do investimento no exterior, razão pela qual entendemos que tal possibilidade de investimento deveria ser democratizada e permitida inclusive para os investidores não qualificados.

Art. 106. (...)

§ 3º O rol de ativos do inciso I do § 1º inclui BDR classificados como nível I, desde que o fundo:

~~I – se destine exclusivamente a investidores qualificados; e~~

~~II – I use, em seu nome, a designação “Ações – BDR Nível I.~~

2.2.4. Da classificação

COMENTÁRIO: A minuta desta Instrução traz uma importante melhoria com a racionalização das classes de fundos e cria a classe Investimento no Exterior, como aquela cujos investimentos sejam de no mínimo de 80% em: ativos sintetizados ou atrelados a variação cambial ou preços de moeda estrangeira (Cambial); em títulos representativos da dívida externa da União (Dívida Externa) ou ainda em ativos financeiros no exterior.

Com objetivo de focar o conceito de Investimento no Exterior como aquele que trata de investimentos fora do Brasil, sugerimos que os fundos Cambiais façam parte da Classe Multimercado.

Art. 107. O fundo classificado como “Investimento no Exterior” deve aplicar:

~~I – no mínimo 80% (oitenta por cento) da carteira em ativos relacionados diretamente, ou sintetizados via derivativos, à variação de preços de moeda estrangeira ou a variação do cupom cambial;~~

~~II – no mínimo, 80% (oitenta por cento) de seu patrimônio líquido em títulos representativos da dívida externa de responsabilidade da União; ou~~

~~III – no mínimo 80% (cinquenta oitenta por cento) de seu patrimônio líquido em ativos financeiros no exterior.~~

~~Art. 108. O fundo classificado como “Investimento no Exterior” que investir nos termos do art. 107, inciso I, deverá acrescentar o sufixo “Cambial” à sua denominação.~~

(...) *Art. 111. 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. 103.*

~~§ 4º O fundo que tiver o compromisso de investir, no mínimo 80% (oitenta por cento) da carteira em ativos no mercado brasileiro relacionados diretamente, ou sintetizados via derivativos, à variação de preços de moeda estrangeira ou a variação do cupom cambial, deverá acrescentar o sufixo “Cambial” à sua denominação.~~

2.3. Rebate

COMENTÁRIO: O rebate, tal como regulado atualmente, consiste em uma remuneração paga ao administrador e/ou gestor de um fundo pelo administrador do fundo investido. Comumente, uma parcela da taxa de administração do fundo de investimento é paga para o administrador e/ou gestor do fundo, com vistas a remunerar o serviço de distribuição ao cliente final implícito nessa estrutura.

O termo também é utilizado para se referir à remuneração dos serviços de distribuição por meio do pagamento de uma parcela da taxa de administração e performance, sem necessariamente guardar nenhuma relação com a estrutura de fundos em cotas mencionada no parágrafo anterior. Nesse caso, parte da taxa de administração e performance do fundo distribuído é “rebatida” à instituição responsável pela distribuição do produto.

A indústria brasileira de fundos de investimento apresentou um substancial desenvolvimento ao longo da última década: o número de fundos de investimento e fundos em cotas mais que triplicou entre 2002 e 2013, assim como o patrimônio sob gestão, a despeito do contexto de instabilidade gerado pela crise financeira internacional de 2008-9.

Como parte desse processo de desenvolvimento, houve um significativo crescimento do número de entidades especializadas na gestão de carteiras de investimento e, correspondentemente, o aumento e diversificação da oferta de produtos e fundos de investimento ao público em geral. A maioria das novas gestoras não nasceu ligada a conglomerados possuidores de estruturas próprias de distribuição, exigindo, portanto, a contratação de terceiros, através dos administradores, para realizar a distribuição de seus produtos.

Nessa estrutura, os distribuidores terceiros são comumente remunerados com parte da taxa de administração dos fundos que distribuem, conforme negociação prévia com o administrador e gestor. Outra forma possível é a estruturação da distribuição de fundos de terceiros através dos fundos de cotas, onde administradores e gestores podem ser remunerados pelos administradores dos fundos investidos. Em ambos os casos, a principal forma de remuneração pela distribuição ocorre através do pagamento de rebates, tal como definido acima. Em especial, a segunda forma diz respeito à situação prevista no art. 65-A da ICVM nº 409.

O aumento do número de gestores e das formas de distribuição contribuiu para uma maior pulverização dos canais de distribuição no Brasil, concentrados até então na via bancária, através de uma arquitetura essencialmente fechada. Com efeito, os distribuidores, no intuito de fidelizar seus clientes, passaram a adotar, progressivamente, estruturas de arquitetura aberta, onde os investidores pudessem acessar produtos de diferentes casas na mesma instituição. Além disso, especialmente no período mais

recente, a distribuição de fundos através da internet e de plataformas ou “supermercados” de fundos começou a ganhar relevância.

O movimento, que atingiu inicialmente os segmentos de private banking e de alta renda, começou a atingir também investidores de varejo e deve avançar cada vez mais sobre esse grupo de clientes, proporcionando uma maior diversidade de produtos e possibilidades no momento de investir. Ademais, o processo estimula a competição entre os gestores, especialmente, na busca por maiores rentabilidades e por uma maior base de clientes, com efeitos potencialmente benéficos para os investidores, tanto em termos de retorno quanto de custo.

É importante ressaltar que o regime de remuneração via rebate vem favorecendo o processo de desenvolvimento mencionado. De fato, diferentemente de outras remunerações, essa forma de compensação contribui para o alinhamento entre os interesses dos clientes e dos intermediários, pois estes dependem da permanência do investidor no fundo para remunerar-se. Deste modo, o intermediário buscará recomendar o produto mais adequado aos objetivos do cliente, pois uma eventual avaliação acerca da inadequação do investimento a seus propósitos abre a possibilidade de que este retire seus recursos do fundo, interrompendo, portanto, a remuneração do intermediário.

Em síntese, pode-se afirmar que a nova configuração da indústria brasileira vem se revelando funcional a seu desenvolvimento e, principalmente, aos investidores. O “regime” de remuneração da distribuição ora vigente também vem assegurando a pulverização da distribuição.

A minuta de Instrução veda ao administrador, gestor ou partes a eles relacionadas o recebimento de qualquer remuneração, benefício ou vantagem, direta ou indiretamente, que potencialmente prejudique a independência na atividade de gestão dos fundos.

Tal dispositivo acaba com a possibilidade do administrador ou gestor de fundo de investimento em cotas ser remunerado pelo administrador ou gestor de fundo investido, atualmente previsto no artigo 65-A da Instrução CVM 409 (exceto no caso do “fundo espelho”).

Primeiramente, sugerimos que fique mais claro que os valores decorrentes das remunerações aos prestadores de serviço do fundo, nos termos do regulamento (como taxas de administração, custódia, etc) não devam ser transferidos ao fundo. Isso porque o administrador pode, eventualmente, atuar como custodiante e, numa leitura literal da norma, a remuneração recebida deveria ser transferida ao fundo.

Em segundo lugar, propõe-se que a permissão de recebimento de remuneração expressa no §3º não seja uma exceção, e sim que fique claro, nos termos do Edital de Audiência, que, no caso dos fundos que aplicam 95% em um único fundo de investimento, o recebimento de remuneração pelo administrador, gestor ou empresas ligadas não configura qualquer prejuízo à independência da gestão. Aproveitou-se a oportunidade para deixar claro que a regra aplica-se a fundos que invistam mais de 95% de seu

patrimônio em fundos determinados em seu regulamento, em virtude da reduzida discricionariedade do gestor nesse caso.

Na mesma linha, propõe-se que fique mais claro que a prestação de serviços nos mercados financeiros e de capitais, ao fundo ou a terceiros, especialmente de distribuição e intermediação de títulos ou valores mobiliários, tanto pelo administrador, gestor como por empresas ligadas, não configura prejuízo da independência da gestão. O que se busca preservar é a prestação de serviços ao fundo, de corretagem, por exemplo, pelo próprio administrador ou empresas do conglomerado. Da mesma forma, o recebimento de remuneração pela prestação de serviços a terceiros, como de coordenação de ofertas públicas, por exemplo, seja pelo administrador, gestor ou empresas ligadas, não deveria ser transferida ao fundo. Atualmente, as normas que tratam dos serviços nos mercados financeiros e de capitais determinam completa segregação de tais atividades, preservando-se a independência da gestão.

Além disso, tendo em vista que a vedação proposta no § 2º dificulta o desenvolvimento da indústria de Private Banking, propõe-se que também seja permitido recebimento de remuneração de distribuição pelo administrador, gestor ou parte relacionada quando o fundo for destinado a investidores profissionais, em determinadas hipóteses pelas razões abaixo.

A indústria de Private Banking no Brasil, por diversas razões, estruturou-se de forma diferente de outros países. Grande parte dos investimentos financeiros dos clientes de elevado patrimônio, no Brasil, encontra-se alocado em fundos de investimento de um único investidor ou investidores relacionados por vínculo familiar ou societário (“Fundos Exclusivos” e “Fundos Restritos” respectivamente). Em regra, dentre os membros do grupo familiar que investe nos Fundos Restritos, há um (ou até mais de um) investidor que acompanha a tomada de decisão do gestor do Fundo Restrito de forma muito próxima. Tais investidores são pessoas que atuam cotidianamente no mercado financeiro e de capitais e que, portanto, são conhecedores das práticas adotadas nesses mercados. Os Fundos Restritos em geral do segmento de Private Banking, ressalvadas algumas exceções, possuem investimento mínimo inicial de R\$ 1.000.000,00 (um milhão de reais), tornando o fundo “superqualificado”.

Ademais, os Fundos Restritos remuneram seus prestadores de serviço, em especial o administrador e o gestor, por meio de uma taxa de administração reduzida, bem como por meio do recebimento, pelo administrador, gestor ou empresa relacionada, de remuneração pela distribuição de fundos de investimento e demais ativos financeiros nos quais os Fundos Restritos investem seus recursos. Por essa razão, a vedação prejudica a indústria de Private Banking, a qual, exclusivamente por razões alheias à questão regulatória, se estruturou com a utilização de fundos como veículos de investimento.

Tal mercado utiliza comumente a estrutura de fundos “feeder” para os Fundos Exclusivos e Fundos Restritos, visando à otimização operacional, os “feeders” funcionam como consolidadores de alocações em diversos fundos amenizando o volume de cadastros,

boletas, gerando ganhos de eficiência operacional e alocativa fundamentais para a indústria.

Com objetivo de manter as estruturas existentes que são comumente utilizadas neste segmento e buscando reforçar a transparência aos cotistas, propõe-se que os investidores dos Fundos Exclusivos ou Restritos sejam informados acerca de eventual e potencial conflito por meio da assinatura de um termo específico.

Além disso, por serem investidores sofisticados e de elevado patrimônio, a necessidade de proteção regulatória é menor, sendo que tal investidor é capaz de ponderar riscos e compreender potenciais conflitos ou valer-se de assessoria especializada sobre o tema, avaliando frequentemente os investimentos realizados.

Para tais investidores a assinatura do referido documento, divulgado o eventual conflito de interesses decorrente do recebimento de remuneração pelo administrador, gestor ou parte relacionada pelo investimento dos Fundos Restritos seria suficiente, na opinião da indústria, para que o investidor possa tomar a decisão de manter seu Fundo Restrito sob gestão de determinada instituição.

Em outras palavras, propõe-se que o conflito seja tratado por meio da divulgação e ciência da sua existência e não proibição da prática, especialmente no caso de clientes com menor necessidade de proteção regulatória, por serem capazes de entender, avaliar e decidir sobre a informação fornecida.

O investidor, por ser sofisticado, conhecedor do mercado, participar e acompanhar o processo decisório do gestor do Fundo Restrito e receber relatórios completos e frequentes sobre a performance do Fundo Restrito e sua carteira, teria capacidade de identificar se eventual conflito está prejudicando os cotistas e imediatamente providenciar a transferência do Fundo Restrito a outra instituição.

Art. 90. O administrador e o gestor estão obrigados a adotar as seguintes normas de conduta:

I – exercer suas atividades buscando sempre as melhores condições para o fundo, empregando o cuidado e a diligência que todo homem ativo e probo costuma dispensar à administração de seus próprios negócios, atuando com lealdade em relação aos interesses dos cotistas e do fundo, evitando práticas que possam ferir a relação fiduciária com eles mantida, e respondendo por quaisquer infrações ou irregularidades que venham a ser cometidas sob sua administração ou gestão;

II – exercer, ou diligenciar para que sejam exercidos, todos os direitos decorrentes do patrimônio e das atividades do fundo, ressalvado o que dispuser o regulamento sobre a política relativa ao exercício de direito de voto do fundo; e

III – empregar, na defesa dos direitos do cotista, a diligência exigida pelas circunstâncias, praticando todos os atos necessários para assegurá-los, e adotando as medidas judiciais cabíveis.

~~§ 1º O administrador e o gestor devem transferir ao fundo qualquer benefício ou vantagem que possam alcançar em decorrência de sua condição. Sem prejuízo da remuneração que é devida ao administrador e ao gestor na qualidade de prestadores de serviços do fundo, o administrador e o gestor devem transferir ao fundo qualquer benefício ou vantagem que possam alcançar em decorrência de sua condição.~~

§ 2º É vedado ao administrador, ou gestor ~~ou partes a eles relacionadas~~ o recebimento de qualquer remuneração, benefício ou vantagem, direta ou indiretamente por meio de partes relacionadas, que potencialmente prejudique a independência na atividade de gestão do fundo.

~~§ 3º A vedação de que trata o § 2º não incide sobre~~ Não configura prejuízo à independência na atividade de gestão, sendo permitido ao administrador, gestor ou partes a eles relacionadas receber remuneração nos seguintes casos:

I – pelos investimentos de fundos de investimento em cotas de fundos de investimento que invistam mais de 95% (noventa e cinco por cento) de seu patrimônio em determinados ~~um único~~ fundos de investimento, com percentuais previamente definidos no regulamento.

II – remuneração pela prestação de serviços, para o fundo ou para terceiros, inclusive de intermediação ou distribuição de ativos financeiros.

~~§ 4º A vedação de que trata o § 2º não incide sobre os investimentos realizados por fundos de investimento destinados a investidores profissionais dos quais no mínimo 90% das quotas sejam detidas por investidor profissional e pessoas relacionadas por meio de vínculo familiar ou societário desde que os investidores tenham assinado o Termo de Ciência, nos termos do Anexo 90.~~

“Anexo 90

Ao 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 financeiro e de capitais nos quais o fundo venha a investir.

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.

[data e local]

[nome e CPF ou CNPJ]"

2.4. Regras de transição

COMENTÁRIO: Nossa proposta buscou como referência regras de transição de normas anteriores, como por exemplo, a Instrução CVM 409 e a Instrução CVM 302. Com relação ao art. 143 da Nova Instrução, com a redação submetida à audiência, sugerimos sua exclusão, tendo em vista que sua manutenção poderia ser considerada retrocesso na regulamentação que trata das dispensas de credenciamento ou exceções às regras de credenciamento, pois, posteriormente à edição da ICVM 409, outras Deliberações e Ofícios Circulares já tratam desse tema, como a Deliberação 475. Nesse contexto, a CVM poderia regulamentar a referida matéria por meio das Deliberações e Ofícios sem necessidade de alteração da Nova Instrução 409. Ademais, o disposto no §6º, do art. 57, da atual ICVM 409 com correspondência no §5º, do art. 77, da Nova Instrução admite implicitamente a atividade de administração de fundos por instituição não financeira ao dispensar os fundos administrados por instituições financeiras da contratação dos serviços de tesouraria, controle e processamento de ativos financeiros e escrituração da emissão e resgate de cotas.

Em relação à forma de adaptação dos regulamentos de fundos em funcionamento, estamos propondo que a implementação possa ocorrer por meio de instrumentos particulares firmados pelo administrador, com a subsequente comunicação aos cotistas. Em vista do elevado número de fundos administrados por algumas instituições, esta proposta procura viabilizar a implementação das adaptações nos prazos estabelecidos, sem a necessidade de assembleia, com redução de custos aos cotistas e com otimização dos processos internos. Temos consciência, por outro lado, que algumas alterações possibilitadas pela nova Instrução não constituiriam mera adaptação, mas podem implicar alterações das características dos fundos, como por exemplo, aumento de limites, novas formas de comunicação e convocação de assembleias, etc. Desse modo, com o objetivo de trazer segurança ao processo, propomos que alterações que impliquem ampliação de limites ou adoção de prerrogativas trazidas pela nova Instrução, sejam efetuadas por meio de assembleia. Entretanto, tendo em vista as dificuldades de reunir cotistas em assembleia, mesmo com todos os esforços empregados pelos administradores, propomos a possibilidade de implementação das alterações com dispensa de realização de assembleia, desde que o administrador convoque a assembleia por duas vezes, sem que haja o comparecimento de

cotistas. Nesta hipótese, o administrador poderá implementar as alterações por instrumento particular e comunicar os cotistas por carta, observando o prazo mínimo de 30 dias para implementação, conforme a matéria deliberada. Entendemos que a concessão desta dispensa de assembleia é extremamente relevante e benéfica aos cotistas e a comunicação das alterações por carta permite total transparência aos investidores e traz segurança ao processo.

Também propomos regras claras de transição para os investidores de fundos destinados a investidores qualificados e profissionais e para os fundos que hoje preveem investimento mínimo de um milhão de reais, de forma a esclarecer que os cotistas atuais, mesmo que deixarem de preencher os novos requisitos, poderão permanecer nos referidos fundos, inclusive efetuando novos aportes. Como a Instrução CVM nº539 está em audiência pública, sugerimos que a vigência das novas regras possa acontecer de modo simultâneo, evitando distorções com relação às suas disposições.

Em relação à taxa de performance, propomos uma regra que permita a manutenção dos critérios antigos até o próximo ciclo de pagamento, que ocorrer após a entrada em vigor do novo regulamento adaptado.

Seguindo os critérios propostos para as regras de transição, entendemos importante um prazo para adaptação as novas regras previstas no art. 90, tendo como prazo de 180 dias para reestruturação, em linha com a sugestão do art. 143.

Por fim, estamos sugerindo um artigo que regule eventuais desenquadramentos a limites trazidos pela nova Instrução.

~~*[Art. 143. Ressalvadas as hipóteses dos fundos de investimento em ações, ou em cotas de fundos de investimento em ações, e, ainda, o disposto na Deliberação CVM nº 244, de 03 de março de 1998, não será admitida a constituição de fundos de investimento cujo administrador não seja instituição financeira.]*~~

Art. 143. Os fundos de investimento que estejam em funcionamento na data de início da vigência desta Instrução devem adaptar-se às disposições desta Instrução em até 180 dias após a data de início de vigência desta instrução.

§ 1º. As adaptações a que se refere o caput serão promovidas pelo administrador, para adequação do regulamento às normas da presente Instrução e informadas aos cotistas no prazo de até trinta dias contados da adaptação.

§ 2º Caso o administrador pretenda promover alterações no regulamento para incluir prerrogativas ou ampliar limites previstos nesta Instrução, será necessária a aprovação dos cotistas reunidos em assembleia geral instalada em conformidade com o regulamento do fundo.

§ 3º. Na hipótese do §2º, caso, após duas convocações, com intervalo mínimo de 10 (dez) dias úteis entre a primeira e a segunda, a assembleia não se instale pela ausência de cotistas, o administrador poderá alterar o regulamento do fundo de acordo com esta Instrução, devendo comunicar tais alterações aos cotistas, no prazo de até trinta dias contados da referida alteração, observado ainda o disposto no artigo 44, § único, desta Instrução.

Art. 144. É permitida a permanência e a realização de aplicações adicionais, em fundos para investidores qualificados, de cotistas que deixem de se enquadrar na categoria de investidor qualificado, definida nas normas emitidas pela da CVM, desde que tais cotistas ingressem no fundo até a data de início de vigência desta Instrução e em concordância com os critérios de admissão e permanência anteriormente vigentes.

Art. 145. Os fundos de investimento exclusivo e os fundos de investimento que exigem a aplicação mínima por investidor, de R\$ 1.000.000,00 (um milhão de reais), e gozem das prerrogativas concedidas a tais fundos, poderão adaptar-se às regras aplicáveis à categoria de investidor profissional, sendo permitida a permanência e a realização de aplicações adicionais por cotistas que ingressem no fundo até a data de início de vigência desta Instrução e em concordância com os critérios de admissão e permanência anteriormente vigentes.

Art. 146. Para os fundos de investimento em funcionamento na data de início de vigência desta Instrução, é permitida a manutenção das regras de cobrança da taxa de performance anteriormente vigentes até a primeira cobrança após a adaptação do regulamento do fundo às disposições desta Instrução.

Art. 147. Caso seja verificado, na data da efetivação do regulamento adaptado a esta Instrução, o desenquadramento em relação a limites por modalidade e por emissor, é permitida a manutenção dos respectivos ativos financeiros na carteira do fundo, até a data do respectivo vencimento, ou, em se tratando de ativos financeiros sem vencimento, pelo prazo máximo de 180 (cento e oitenta) dias contados da vigência do regulamento, ficando impedidos novos investimentos que agravem os excessos até que se observe o enquadramento ao disposto nesta Instrução.

Art. 148. O administrador e gestor de fundos de investimento em funcionamento na data de início de vigência desta Instrução, deverão se adaptar ao disposto dos parágrafos do artigo 90 no prazo de 180 dias contados do início da vigência desta Instrução.

Art. ~~144~~149. Fica revogada a Instrução CVM nº 409, de 18 de agosto de 2004.

Art. ~~145~~150. Esta Instrução entra em vigor 90 (noventa dias) dias após sua publicação no Diário Oficial da União.

2.5. Taxa de performance método de ajuste

Manifestamos o interesse em aprofundar o debate com a CVM, especificamente com relação a taxa de performance realizada pelo método do ajuste. A indústria considera necessária a realização de novas discussões para melhor entendimento da regra e viabilidade de implementação do modelo.

3. Outros temas relevantes

3.1. Aplicação da Instrução aos demais fundos regulados pela CVM (Âmbito e Finalidade)

COMENTÁRIO: Durante o debate na ANBIMA surgiu dúvida acerca da abrangência do Art. 1º da minuta de Instrução, especialmente em função da revogação do parágrafo único do art. 1º da atual ICVM 409. Pareceu-nos que com a revogação a nova Instrução buscou estabelecer uma norma geral a ser observada por todos os fundos regulados pela CVM, além das regras específicas estabelecidas em cada Instrução emitida por esta CVM. Com isso, haveria mudanças relevantes e significativas na regulamentação de fundos de investimento no Brasil.

Em conversas com a CVM, foi esclarecido que o entendimento acerca da aplicabilidade da ICVM 409 em relação às demais instruções está mantido, ou seja, os demais fundos de investimento regulados por instruções próprias podem se valer da ICVM 409 (e suas versões posteriores) como regra subsidiária. No entanto, a aplicação subsidiária da ICVM 409 aos fundos regidos por regras específicas continua a gerar insegurança jurídica ao mercado, pois existem dúvidas quanto aos dispositivos aplicáveis.

Desta forma, consideramos que seria benéfico ao mercado conhecer os itens que deveriam ser observados, de forma a zelar pela transparência destes produtos, e considerando ainda em algumas situações, tais como taxa de performance, limites de concentração por emissor, dentre outras, não é factível a observância da ICVM 409.

Concluimos que a alteração das normas específicas seria a forma mais eficiente para equacionar a questão. Assim, sugerimos que as regras da ICVM 409 que sejam aplicáveis aos demais fundos (estruturados) sejam tratadas nas suas respectivas normas específicas.

Art. 1º A presente Instrução ~~aplica-se a todo e qualquer fundo de investimento registrado junto à CVM, observadas as disposições das normas específicas aplicáveis a estes fundos~~ dispõe sobre normas gerais que regem a constituição, a administração, o funcionamento e a divulgação de informações dos fundos de investimento e fundos de investimento em cotas de fundo de investimento definidos e classificados nesta Instrução.

Parágrafo único. Excluem-se da disciplina desta Instrução os fundos registrados junto à CVM, regidos por regulamentação própria, aplicando-se a presente instrução somente quando expressamente previsto nas normas específicas. ”

3.2. Definições do Art. 2º

Art. 2º - Para os efeitos desta Instrução, entende-se por:

Inciso XIV:

COMENTÁRIO: A redação atual da ICVM 409 refere-se à inscrição no registro de cotistas. Os arts. 12, 31, III, 73 e 88 da Nova Instrução continuam fazendo referência a registro de cotistas. Sugerimos uniformização de redação ao longo da Nova Instrução. Caso a referência a “livro” seja mantida, sugerimos considerar a disposição do art. 1º, §1º da ICVM 543, o qual menciona expressamente a possibilidade de abertura e manutenção de livros em sistemas informatizados. Para evitar quaisquer dúvidas, e coerentemente com os objetivos de modernização e redução de custos da Nova Instrução, a referência a “sistemas informatizados” poderia inclusive, caso a CVM entenda conveniente, ser incluída na definição constante do inciso XIV ora em comento.

XIV – cotista: aquele que possui cotas de um fundo de investimento, mediante sua inscrição no ~~livro~~-registro de cotistas do fundo;

Inciso XXX:

COMENTÁRIO: Preliminarmente observamos que a definição sugerida abrange as pessoas e entidades referidas no art. 15 da Lei 6.385/76, o que a torna, portanto, mais abrangente do que a definição do termo “distribuidor” no inciso “XX”, a qual inclui outras instituições habilitadas a atuar como integrante do sistema de distribuição de valores mobiliários¹. Aparentemente, também, o termo definido é utilizado uma única vez na Nova Instrução, mais especificamente no §2º do art. 14. Ainda, a Instrução CVM 505 já define intermediário como “a instituição habilitada a atuar como integrante do sistema de distribuição, por conta própria e de terceiros, na negociação de valores mobiliários em mercados regulamentados de valores mobiliários”.

Feitos estes esclarecimentos, especificamente sobre a redação da definição, consideramos que a conexão do trecho final da definição “para realizar a distribuição de cotas” com o trecho imediatamente anterior poderia ser aprimorada. Vislumbramos três alternativas para ajuste de redação:

¹ A respeito da terminologia utilizada nas definições, consideramos o quadro explicativo da CVM no item 3.1 do relatório da Audiência Pública SDM 15/11, p. 5.

(i) referência à definição já existente na ICVM 505: caso em que a definição poderia ter a seguinte redação: *instituição integrante do sistema de distribuição de valores mobiliários, conforme definição na norma relativa a operações realizadas com valores mobiliários em mercados regulamentados*; ou

(ii) caso a CVM queira utilizar definição mais restrita ao cenário de intermediação de cotas de fundo fechado em mercado organizado tratado no §2º do art. 14 da Nova Instrução (no qual a definição é utilizada), a definição poderia ter a seguinte redação: *instituição integrante do sistema de distribuição de valores mobiliários relativamente à intermediação de negociação de cotas de fundo fechado em mercado organizado de valores mobiliários*;

(iii) caso, ainda, a intenção da CVM seja se referir-se à distribuição e/ou intermediação de cotas de fundo em geral, nos mercados primário e secundário, a definição poderia ter a seguinte redação: *instituição integrante do sistema de distribuição de valores mobiliários relativamente à distribuição ou intermediação de negociação de cotas de fundo em mercado regulamentado*.

Incidentalmente, conforme comentário abaixo, sugeriremos substituir, no §2º do art. 14, no qual a definição ora referida é utilizada, a menção a “por meio de bolsa de valores ou entidade de balcão organizado” por “mercados organizados”, em linha com a Instrução CVM 461. A mesma questão terminológica aparece em outras disposições da norma.

XXX – instituição intermediária: [Referimo-nos às alternativas de redação acima.]

Inciso XXXVII:

COMENTÁRIO: Sugerimos adequação da redação, pois o prazo de carência, não necessariamente está atrelado à emissão das cotas, mas representa o prazo determinado em regulamento no qual o cotista não poderá realizar resgates. É válida a menção a casos específicos, nos quais a carência ocorra por períodos, por exemplo: resgate semestral no último dia útil dos meses de maio e novembro (fundos com aniversário e capital garantido). Adicionalmente, consideramos que a redação anterior pode gerar dúvidas se comparada com o conceito de fundo aberto, descrito.

XXXVIII – prazo de carência (para resgate): é o prazo estipulado no regulamento, contado a partir da emissão das cotas durante o qual o cotista não terá direito a restrições para solicitar o resgate;

Incisos XLI e XLII:

COMENTÁRIO: Sugerimos ajuste na redação para refletir à sugestão 2.1, 2.3 e 3.24 do ofício.

XLII – taxa de administração: taxa cobrada do fundo para remunerar o administrador do fundo, *os fundos investidores nas hipóteses do artigo 90 §1º* e os prestadores dos serviços previstos no art. 76, §2º, *com exceção ao inciso VI ~~incisos I a VII~~*, observado o art. 83, §6º;

XLIII – taxa de performance: *taxa cobrada do fundo ou dos cotistas em função do resultado do fundo ou do cotista, que pode remunerar os fundos investidores conforme previsto no artigo 90, §1º.*

Novos incisos:

COMENTÁRIO: Inserção complementar à sugestão 3.29 do ofício.

[---] – cota ativo final: cota de fundo investido cuja carteira não seja considerada para fins de enquadramento do fundo investidor, nos termos do art. 116, § 3º;

COMENTÁRIO: As cotas de fundos de investimento, domiciliados em outras jurisdições podem não possuir a mesma natureza econômica. A inclusão tem o objetivo de clarificar a permissão para que fundos adquiram cotas de fundos offshore.

[---] – veículo de investimento: instituições, dotadas ou não de personalidade jurídica, que têm como fim o investimento coletivo de capitais obtidos junto dos investidores, cujo funcionamento se encontra sujeito a um princípio de repartição de riscos e à persecução do exclusivo interesse dos participantes;

3.3. Resgate dos fundos abertos - Art. 4º

COMENTÁRIO: De acordo com as características dos fundos abertos, sugerimos ajuste na redação considerando que os fundos com carência e ou com regras específicas de resgate não permitem o resgate de suas cotas a qualquer momento, sendo adequado ajuste da redação direcionando as regras aplicáveis ao regulamento onde o administrador deverá explicitar as condições para resgate. Entendemos que esta alteração representaria também atualização do texto normativo coerente com a evolução do mercado brasileiro posterior à edição da Instrução CVM 409 e à crescente diversificação dos ativos presentes nas carteiras dos fundos de investimento.

*Art. 4º O fundo pode ser constituído sob a forma de condomínio aberto, em que os cotistas podem solicitar o resgate de suas cotas *conforme regras estabelecidas no regulamento a qualquer tempo*, ou fechado, em que as cotas somente são resgatadas ao término do prazo de duração do fundo.*

3.4. Registro - Art. 8º

COMENTÁRIO: Sugerimos que seja ajustada a redação do inciso II do artigo 8º, permitindo que a declaração de adequação do regulamento às exigências da legislação, ocorra através de um processo semelhante ao que é disponibilizado hoje para atendimento ao inciso IV do artigo 8º no CVMWEB. Entendemos que Instrução CVM nº 306/99 já atribui ao diretor responsável a responsabilidade civil e administrativa dos atos dolosos ou culposos, relativos à atividade de administração de carteira de valores mobiliários, o que torna desnecessária a exigência de declaração firmada. Adicionalmente tal exigência geraria ineficiência e seguiria sentido inverso às propostas de modernização e melhoria de processos trazidas no edital.

Art. 8º O pedido de registro deve ser instruído com os seguintes documentos e informações:

[...] II – declaração ~~firmada pelo diretor responsável pela administração de carteira do administrador do fundo~~ de que o regulamento do fundo está plenamente aderente à legislação vigente;

COMENTÁRIO: O exemplo comparativo, constante no item 8 da lâmina, compreende o ano civil completo, pois trata do resultado hipotético obtido pelo cotista entre o 1º dia útil do ano imediatamente anterior ao da emissão da lâmina e o 1º dia útil do ano de emissão da lâmina. Assim, mesmo que o fundo tenha completado 1 (um) ano de existência, se este não possuía cota no 1º dia útil do ano anterior ao da emissão da lâmina, não é possível elaborar o exemplo comparativo. Dessa forma, solicitamos a dispensa expressa em relação ao preenchimento do item 8 da lâmina até que o fundo complete 1 (um) ano civil de existência. Solicitamos que esta mesma dispensa conste nas explicações de preenchimento do exemplo comparativo previsto no modelo de demonstração de desempenho.

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. 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.

3.5. Meios de disponibilização de informações – Art. 10

COMENTÁRIO Art. 10: Tendo em vista que a minuta faz uso da expressão rede mundial de computadores, sugerimos sua inclusão, deixando claro que ela configura uma forma de comunicação por canal eletrônico.

COMENTÁRIO § 1º: Para alinhar a terminologia utilizada com um conceito mais adequado às diversas formas de comunicação que podem ser adotadas, sugerimos substituir a palavra expedição por disponibilização.

COMENTÁRIO § 2º: O texto originalmente previsto somente traz manifestações positivas por parte dos cotistas, sendo que em assembleias, por exemplo, o cotista poderá manifestar sua concordância, discordância ou abstenção. Nesse contexto, sugerimos compatibilizar os dispositivos, prevendo que a manifestação de voto poderá se dar por meios eletrônicos previstos no artigo 71 dessa Nova Instrução.

Art. 10. As informações ou documentos para os quais esta Instrução exija a “comunicação”, “acesso”, “envio”, “divulgação” ou “disponibilização” podem, [...] por meio de canais eletrônicos, incluindo a rede mundial de computadores.

§ 1º As comunicações exigidas pelas disposições desta Instrução são consideradas efetuadas na data de sua ~~expedição~~ disponibilização.

§ 2º Admite-se, nas hipóteses em que esta Instrução exija a “ciência”, “atesto” “manifestação de voto” ou “concordância” dos cotistas, que a mesma se dê por meio eletrônico.

3.6. Transferência de cotas de fundo aberto – Art. 13

COMENTÁRIO: 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, nessas situações os administradores enfrentam a literalidade da vedação contida nesse dispositivo. Conforme já manifestado no Relatório de Análise da Audiência Pública nº 01/2010 (Processo nº RJ 2003/5513): “há hipóteses em que a transferência de cotas pode ser necessária e razoável. O que se deseja vedar é a sua negociação por intermediários, de maneira institucionalizada, ou a criação de um mercado secundário para cotas”. Adicionalmente, para esta situação específica, o Colegiado da CVM já se manifestou favoravelmente sobre o procedimento nos processos CVM Nº RJ 2005/4980 (RC Nº 4836/2005) RJ 2011-5070, neste último caso, acompanhando o entendimento da Superintendência de Relações com Investidores Institucionais (SGE MEMO/CVM/SIN/Nº 096/11).

Adicionalmente, a integralização e resgate em ativos é instituto permitido somente para investidores qualificados, sendo já admitida expressamente tal possibilidade por meio do item 1.18 do Ofício-Circular/CVM/SIN/Nº 10/2013, no caso de reestruturação de família de fundos². Nesse contexto, tal possibilidade, quando se está diante de fundos destinados a investidores qualificados, cuja integralização e resgate em outros ativos já são

² Diga-se de passagem que, no caso de reestruturação de famílias de fundos, a integralização e resgate em ativos é admitida mesmo para investidores não qualificados, nesse caso, mediante aprovação específica da Superintendência de Relações com Investidores Institucionais – SIN da CVM.

permitted pela norma, é inteiramente coerente com a sistemática da norma. Na verdade, a alteração proposta meramente compatibilizaria a disposição do art. 13 com a permissão de integralização e resgate em ativos já existentes para fundos destinados a investidores qualificados, nos termos do art. 119, I da Nova Instrução. 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, visa muitas vezes à otimização de estruturas possibilitando a racionalização de processos e de custos.

Art. 13. A cota de fundo aberto não pode ser objeto de cessão ou transferência, salvo: ~~por decisão judicial, operações de cessão fiduciária, execução de garantia ou sucessão universal.~~

- I- por decisão judicial;*
- II- operações de constituição de propriedade fiduciária;*
- III- execução de garantia;*
- IV- sucessão universal;*
- V- transferência de administração ou portabilidade de planos de previdência;*
ou
- VI - integralização ou resgate em ativos, nas hipóteses permitidas por esta norma.*

3.7. Patrimônio líquido negativo do fundo – Art. 15

COMENTÁRIO: Exclusão da vírgula após a palavra “gestor” que gramaticalmente poderia sugerir, de modo equivocado, que a responsabilidade do cotista pelo patrimônio líquido negativo ocorreria somente na hipótese de inobservância da política de investimento ou limites de concentração, o que não seria razoável.

Art. 15. Os cotistas respondem por eventual patrimônio líquido negativo do fundo, sem prejuízo da responsabilidade do administrador e do gestor, em caso de inobservância da política de investimento ou dos limites de concentração previstos no regulamento e nesta Instrução.

3.8. Emissão

COMENTÁRIO: Como é de conhecimento da CVM, o investimento no exterior por fundos locais traz algumas dificuldades práticas, especialmente nas hipóteses em que o investimento é feito por meio de fundos constituídos no exterior. Como os fundos de investimento constituídos no exterior estão sujeitos a regramento específico, de acordo com a jurisdição de cada país, a estrutura de investimento deve ser feita de tal forma a atender tanto a regulamentação local, como a regulamentação vigente na jurisdição a que esteja sujeito o fundo offshore. Sucede, no entanto, que a regulamentação de outras

jurisdições muitas vezes contempla prerrogativas que podem não ser compatíveis, na prática, com as regras e restrições previstas na regulamentação da CVM.

Analogamente à periodicidade mínima de divulgação do valor da cota, que em alguns países é maior do que aquela prevista na regulamentação vigente brasileira, também o prazo de conversão de cotas na aplicação pode ser superior a um dia útil em algumas jurisdições. Assim, um dos fatores que dificulta o investimento em fundos constituídos no exterior é justamente o prazo de conversão, dado que no Brasil o valor utilizado na emissão das cotas deve ser o do dia da efetiva disponibilização dos recursos pelo investidor, ou no máximo do dia seguinte, ao passo que, no exterior, a cota do fundo investido pode ser divulgada em prazo superior, o que implica a emissão da cota no Brasil sem que se saiba o valor da cota do fundo investido. Dessa forma em complemento à alteração proposta pela CVM para flexibilizar a periodicidade mínima do valor da cota, sugerimos que o prazo de conversão de cotas seja estendido exclusivamente para os fundos constituídos sob a forma de condomínio aberto e classificados como “Investimento no Exterior”.

Entendemos que o objetivo da alteração é evitar transferência de riquezas entre cotistas, de modo que ela nos pareceria necessária somente no caso de fundos abertos. Contudo, entendemos que o prazo mais extenso para conversão de cotas na aplicação não é suficiente para atender a esta finalidade. Por isso, sugerimos que o administrador deverá também adotar procedimentos adicionais que mitiguem o risco de transferência de riquezas entre cotistas (ex.: regras que impeçam que haja conversão de cotas para pagamento de resgate durante o prazo de conversão de cotas do fundo investido). Além disso, por uma questão de transparência e para preservar a governança do fundo pela assembleia de cotistas para esta matéria, entendemos que o regulamento deverá prever expressamente o prazo de conversão adotado.

A sugestão de redação abaixo é complementar à sugestão contida no item 3.36 (fundos de investimento no exterior – art. 107).

*Art. 16. **Ressalvadas as hipóteses previstas nesta Instrução, Na emissão das cotas do fundo deve ser utilizado o valor da cota do dia ou do dia seguinte ao da data da aplicação, segundo o disposto no regulamento.***

§ 1º O regulamento do fundo pode estabelecer que o valor da cota do dia será calculado a partir do patrimônio líquido do dia anterior, devidamente atualizado por 1 (um) dia, quando se tratar dos fundos de investimento:

I – classificados, na forma do art. 104, como “Renda Fixa”; ou

II – registrados como “Exclusivos” ou “Previdenciários”, na forma dos arts. 123 e 124.

§ 2º Para efeito do disposto no §1º, os eventuais ajustes decorrentes das movimentações ocorridas durante o dia devem ser lançados contra as aplicações ou resgates dos cotistas que efetuaram essas movimentações ou, ainda, contra o patrimônio do fundo, conforme dispuser o regulamento.

§ 3º Quando se tratar de fundo que atue em mercados no exterior, o encerramento do dia pode ser considerado como o horário de fechamento do mercado indicado no regulamento.

§ 4º O fundo que realizar a cobrança de taxa de performance nos termos do art. 85, inciso III (método do ajuste) deve apurar o valor da cota do dia ou do dia seguinte ao da efetiva disponibilidade sempre antes de descontada a provisão para o pagamento da taxa de performance.

3.9. Distribuição de cotas de fundos fechados – Art. 24

COMENTÁRIO: Uma vez atingido o número mínimo de cotas que devem ser subscritas, os subscritores possuem a garantia de constituição do fundo, mesmo que o período de distribuição não tenha se encerrado. Visando ao melhor interesse dos cotistas, nos parece razoável permitir o início das atividades do fundo e a implementação da estratégia.

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 §§1º e 3º do art. 105. (...)

§ 3º Durante o período de distribuição, uma vez atingido o número mínimo de cotas referido no §6 do artigo 22, as importâncias recebidas poderão ser investidas na forma prevista no regulamento do fundo.

3.10. Compromisso de Investimento – Art. 27

COMENTÁRIO: A Instrução CVM 549, que introduziu disposições na Instrução CVM 409 relacionadas à criação do Fundo de Investimento em Ações - Mercado de Acesso ("FIAMA"), incluiu no art.95-B, da ICVM 409 vigente (artigo que na Nova Instrução seria o 106), o parágrafo 8º, prevendo a possibilidade de serem realizados investimentos no FIAMA, constituído sob a forma de condomínio fechado destinados exclusivamente a investidores qualificados, por meio de compromisso no qual o investidor fique 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 respectivo compromisso de investimento.

Entendemos salutar que conste previsão na regulamentação acerca da possibilidade de serem constituídas estruturas de compromisso de investimento no FIAMA. Porém, ao ser inserida previsão expressa relacionada ao FIAMA, pode-se levar à interpretação de que

referida estrutura, em relação aos demais fundos regulamentados pela ICVM 409, apenas seria possível para o FIAMA. No entanto, vale destacar que além do FIAMA, existem outros fundos de investimento constituídos sob a forma de condomínio fechado ou aberto, com extenso prazo de carência, que dependendo de sua política de investimentos e da liquidez dos ativos investidos, também precisam contar com a estrutura de compromisso de investimento para seguir seus objetivos.

Cumpra observar que a estrutura de compromisso de investimento, antes da inclusão de mencionado §8º, não encontrava vedação na atual ICVM 409, tendo em vista o previsto no art. 64, IV (“é vedado ao administrador praticar os seguintes atos em nome do fundo: ... IV -vender cota à prestação, sem prejuízo da integralização a prazo de cotas subscritas”).

Apesar de o art, 64, IV, da ICVM 409 vigente não estabelecer condições adicionais para a possibilidade de as cotas serem integralizadas a prazo, no recente art.95-B, §8º foi inserida a previsão de que o FIAMA deverá ser destinado a investidores qualificados para que este possa se valer da estrutura do compromisso de investimento. Entendemos que a CVM acertou ao incluir esta condição ao FIAMA, uma vez que as estruturas de compromisso de investimento podem ser complexas para o investidor que não seja qualificado.

Dessa forma, solicitamos que a CVM, na subseção que trata da subscrição e integralização de cotas, estenda a previsão da regra atualmente vigente para os FIAMA aos demais fundos de investimento, independentemente da forma de seu condomínio, desde que destinados a investidores qualificados.

Art. 27. A integralização do valor das cotas do fundo deve ser realizada em moeda corrente nacional, ressalvada a hipótese do art. 119, inciso I e art. 122.

Parágrafo único: O investimento em fundos destinados exclusivamente a investidores qualificados poderá ser efetivado por meio de compromisso, mediante o qual o investidor fique obrigado a integralizar o valor do capital comprometido à medida que o administrador do fundo fizer chamadas, de acordo com prazos, processos decisórios e demais procedimentos estabelecidos no respectivo compromisso de investimento.

3.11. Subscrição por conta e ordem – Arts.33, 34 e 36

COMENTÁRIO: Considerando as esferas de responsabilidade dos participantes, nossa sugestão procura tornar claro que, por ser a instituição que mantém o relacionamento com o cotista, cabe ao distribuidor repassar as informações recebidas do administrador ao cliente, conforme já prevê a ICVM nº 505.

No art. 33, sugerimos a inclusão dos respectivos documentos determinando que o distribuidor será responsável pelo envio das informações ao cotista, dado que o administrador não possui informações cadastrais ou que possam identificar o cotista para envio de informações.

O ajuste sugerido no Art. 34 se dá em função da impossibilidade de o administrador discriminar o investimento realizado pelo cliente, nem deter informações cadastrais para enviar correspondências, uma vez que este recebe apenas o código enviado pelo distribuidor para realizar a aplicação e controle do recurso investido.

No caso do Art. 36, entendemos ser importante a manutenção do atual art. 38 da ICVM 409, que garante ao cliente a faculdade para, em caso de rompimento do contrato entre administrador e distribuidor, permanecer como cotista do fundo, devendo o distribuidor subsidiar tal decisão com o fornecimento das informações cadastrais ao administrador, permitindo a identificação e o relacionamento entre as partes.

Art. 33. Os distribuidores que estejam atuando por conta e ordem de clientes assumem todos os ônus e responsabilidades relacionadas aos clientes, inclusive quanto a seu cadastramento, identificação e demais procedimentos que, na forma desta Instrução, caberiam originalmente ao administrador, em especial no que se refere:

I – ao fornecimento aos clientes de lâminas, regulamentos, termos de adesão e ciência de riscos, [notas de investimento e extrato](#), a serem obrigatoriamente encaminhados pelos administradores aos distribuidores, para tal finalidade;

(...)

Art. 34. O administrador deve disponibilizar ao distribuidor que estiver atuando por conta e ordem de clientes, por meio eletrônico, os seguintes documentos:

§ 4º O ~~administrador e o~~ distribuidor que estiver atuando por conta e ordem ~~poderão~~ poderá adotar medidas adicionais ~~as acima definidas~~ com o objetivo de dar ao cliente que houver investido em fundos por conta e ordem a segurança necessária de que o investimento foi realizado ~~pelo distribuidor~~ nos termos demandados.

Art. 36. O contrato firmado entre o fundo e o distribuidor pode prever, dentre outras matérias, que na hipótese de sua rescisão, os clientes que sejam cotistas do fundo até a data da rescisão manterão o seu investimento por conta e ordem até que os próprios clientes decidam pelo resgate de suas cotas, desde que o administrador do fundo ou distribuidor mantenham, em relação a tais clientes, todos os direitos e obrigações definidos nesta norma, pelo período em que tais clientes mantiverem o investimento.

Parágrafo único: Na hipótese de rescisão do contrato firmado entre o fundo e o distribuidor que esteja atuando por conta e ordem de clientes, deve ser facultado ao

cotista permanecer como investidor no fundo, comprometendo-se o distribuidor, neste caso, a identificar e fornecer ao administrador toda a documentação cadastral do cliente.

3.12. Resgate – Art. 37

COMENTÁRIO: Sugerimos ajuste na redação, avaliando que o regulamento deverá conter as informações de prazo e condições de pagamento de forma que o cotista entenda as regras para resgate de recurso. Vale considerar que em algumas situações temos a possibilidade do resgate ser menor em relação ao valor aplicado, como por exemplo no caso de cobrança de “taxa de saída”. Sendo assim, sugerimos a exclusão do texto “com ou sem rendimento”, redação que poderia sugerir a possibilidade do cotista resgatar com rendimento ou no mínimo o valor aplicado, situação incompatível em fundos com “taxa de saída”.

Art. 37. O resgate de cotas de fundo obedece às seguintes regras:

IV – o regulamento pode estabelecer prazo de carência para resgate ~~com ou sem rendimento~~;

3.13. Resgate Compulsório – Art. 37, parágrafo único

COMENTÁRIO: Entendemos que tal previsão foi incluída com o objetivo de ser um mecanismo semelhante à amortização, mas que garanta a manutenção do *track record* do fundo, uma vez que o valor da cota não será reduzido e sim o número de cotas. Seguindo tal conceito, sugerimos a inclusão do termo simultânea, para garantir que tal possibilidade seja utilizada apenas com esse propósito.

Art. 37. (...) Paragrafo único (...)

II – o mesmo seja realizado de forma equânime e simultânea entre todos os cotistas;

3.14. Documentos e informações do Fundo – Art. 40

COMENTÁRIO: Com o propósito de possibilitar ao administrador e ao distribuidor disponibilizar os materiais relacionados a cada fundo na rede mundial de computadores “Internet”, sugerimos o complemento abaixo para evitar distorções no entendimento do local de disponibilização das informações e permitindo o acesso a todos os cotistas.

Art. 40. A divulgação de informações sobre o fundo deve ser abrangente, equitativa e simultânea para todos os cotistas, inclusive, mas não limitadamente, por meio da disponibilização dos seguintes materiais relacionados a cada fundo nos canais

eletrônicos e/ou nas páginas do administrador e do distribuidor na rede mundial de computadores:

DÚVIDA: O § 9º do Artigo 40, faz referência ao § 7º. Gostaríamos de esclarecer se a referência correta não seria ao §8º, tendo em vista que o §§ 5º, 6º e 7º já são citados no Art. 48, VII.
Caso a referência correta seja o §8º, sugerimos incluí-lo no art. 48, VII e excluir o §9º do art. 40.

3.15. Alterações do Regulamento – Art. 44

COMENTÁRIO: Sugerimos substituir “eficaz” por “eficazes” para preservar a concordância.

Art. 44. As alterações do regulamento dependem da prévia aprovação da assembleia geral de cotistas, sendo eficazes a partir da data deliberada pela assembleia.

3.16. Alterações do Regulamento – Art. 45

COMENTÁRIO: Sugerimos que seja ajustada a redação do inciso II do artigo 45, permitindo que a declaração de adequação do regulamento às exigências da legislação, ocorra através de um processo semelhante ao que é disponibilizado para atendimento ao inciso IV do artigo 8º no CVMWEB. Entendemos que a Instrução CVM nº 306/99 já atribui ao diretor responsável a responsabilidade civil e administrativa dos atos dolosos ou culposos, relativos à atividade de administração de carteira de valores mobiliários, o que torna desnecessária a declaração firmada. Adicionalmente tal exigência geraria ineficiência e seguiria sentido inverso às propostas de modernização e melhoria de processos trazidos no edital.

Art. 45. O administrador deve encaminhar, por meio do Sistema de Envio de Documentos disponível na página da CVM na rede mundial de computadores, na data do início da vigência das alterações deliberadas em assembleia, os seguintes documentos:

II – declaração ~~firmada pelo diretor responsável pela administração da carteira~~ do administrador de que o regulamento do fundo está plenamente aderente à legislação vigente; e

3.17. Dos prestadores de serviço listados no regulamento – Art. 46

COMENTÁRIO: Os regulamentos podem abarcar informações cadastrais de outros prestadores de serviço do fundo, além dos mencionados no inciso II do art. 46, o que pode, em caso de alteração dessas informações, obrigar a convocação de assembleia.

Art. 46. O regulamento pode ser alterado, independentemente da assembleia geral [...]

II – for necessária em virtude da atualização dos dados cadastrais dos prestadores de serviços qualificados no regulamento administrador, do gestor ou do custodiante do fundo, tais como alteração na razão social, endereço, página na rede mundial de computadores e telefone; e

3.18. Material de divulgação

COMENTÁRIO: Entendemos que a lâmina, bem como o regulamento e o formulário de informações complementares, são documentos do fundo que devem, obrigatoriamente, ser disponibilizados a investidores e potenciais investidores, salvo dispensas previstas na instrução.

No entanto, é necessária a inclusão de exceções ao disposto nos incisos V e VI do Art. 48, tendo em vista, que nas exceções sugeridas não seria tecnicamente possível a apresentação da lâmina ou do item 12 da lâmina em conjunto com o material de divulgação do fundo de investimento. Tal fato é claramente observado em relação aos materiais de divulgação veiculados em áudio ou em mídia impressa, mas também pode ser observado em materiais nos quais há a divulgação de vários fundos de investimento de uma mesma classe, por exemplo, mas sem especial destaque a qualquer um deles, uma vez que, na prática, pode tornar-se inviável a apresentação da lâmina de todos os fundos de investimento divulgados de forma conjunta em um mesmo material. A mesma impossibilidade operacional também pode ser observada em relação aos materiais que visam a, exclusivamente, apresentar a rentabilidade de vários fundos de investimento de uma mesma instituição (tabela de rentabilidade), bem como em *banners* que podem ser divulgados em agências ou eventos específicos. Por esse motivo, entendemos necessária a existência de exceções à necessidade de apresentação da lâmina em conjunto com referidos materiais, bem como da disponibilização do item específico da lâmina.

A inclusão do §2º tem por objetivo informar ao cliente o local onde a lâmina poderá ser encontrada em seu inteiro teor.

Art. 48. Qualquer material de divulgação do fundo deve:

I – ser consistente com a lâmina e o regulamento;

IV - mencionar a existência da lâmina e do regulamento, bem como os endereços na rede mundial de computadores nos quais tais documentos podem ser obtidos;

V – Ser apresentado em conjunto com a lâmina, quando a mesma for obrigatória.

§1º O disposto nos incisos V e VI não se aplica:

I - aos materiais de divulgação veiculados em áudio, vídeo ou em mídia impressa, tais como jornais e revistas;

II – aos materiais que citem mais de um fundo de investimento, sem destacar qualquer um dos fundos de investimento mencionados;

III- aos materiais que, exclusivamente, citam a rentabilidade de mais de um fundo de investimento; e

IV - aos textos de natureza digital ou impressa que não permitam, por restrições técnicas, a disponibilização de documentos.

§2º Os materiais mencionados no § 1º devem conter o(s) endereço(s) na rede mundial de computadores no(s) qual(is) a lâmina poderá ser obtida.

3.19. Administração – Art. 76

COMENTÁRIO: Manifestamos o interesse em aprofundar o debate com a CVM, especificamente com relação à escrituração de cotas de fundos abertos, à luz da ICVM 543/13.

Art. 76. (...)

§ 2º O administrador pode contratar, em nome do fundo, com terceiros devidamente habilitados e autorizados, os seguintes serviços para o fundo, com a exclusão de quaisquer outros não listados:

(...)

V – escrituração da emissão e resgate de cotas;

COMENTÁRIO: Sugerimos incluir o termo “intermediários” para que contemple também as assinaturas de contratos com as corretoras para a negociação dos ativos financeiros dos fundos.

§ 3º A gestão da carteira do fundo é a gestão profissional, conforme estabelecido no seu regulamento, dos ativos financeiros dela integrantes, desempenhada por pessoa natural ou jurídica credenciada como administradora de carteira de valores mobiliários pela CVM, tendo poderes para:

I – negociar e contratar, em nome do fundo de investimento, os ativos financeiros e os intermediários das operações do fundo, bem como firmar, quando for o caso, todo e qualquer contrato ou documento relativo à negociação e contratação dos referidos ativos financeiros e dos referidos intermediários, qualquer que seja a sua natureza, representando o fundo de investimento, para todos os fins de direito, para essa finalidade; e (...)

3.20. Co-gestão – Art. 76

COMENTÁRIO: Conforme Ofício Circular CVM nº 10/2013, a CVM reconhece como sendo regular, a constituição de fundos de investimento que possua gestão, compartilhada dos ativos financeiros integrantes da carteira. Tendo em vista a legalidade do processo, sugerimos a incorporação das exigências descritas no ofício, considerando também a vontade manifestada pela CVM de incorporar à norma questões esclarecidas por meio de Ofícios-Circulares da Superintendência de Relações com Investidores Institucionais – SIN, bem como entendimentos manifestados pelo Colegiado, matérias tratadas em julgamentos de processos administrativos sancionadores.

Art. 76. (...)

§ 5º Nos casos em que um fundo de investimento contar com a contratação de mais de um gestor devem ser respeitadas as seguintes condições:

I - celebração de contrato nos termos do § 2º deste artigo, que:

- a) assegure responsabilidade solidária dos gestores pelos atos de gestão compartilhada;*
- b) conceda autorização para ordens, perante o custodiante do fundo, limitada ao mercado específico de atuação de cada gestor, em atenção ao art. 79, parágrafo único, inciso I; e*
- c) autorize o administrador a intervir como árbitro em caso de eventuais conflitos nas decisões de investimento.*

II - alerta aos investidores, por meio do regulamento, de que a gestão será exercida por mais de um prestador de serviços, de maneira a informar, com destaque, a atribuição específica de cada um; e

III - informação, no formulário de informações complementares, sobre:

- a) os benefícios e riscos decorrentes da estrutura de gestão compartilhada;*
- b) a condição de atuação conjunta dos gestores na condução da política de investimento do fundo, inclusive no que se refere à responsabilidade solidária prevista no art. 57, § 2º; e*
- c) o papel do administrador como árbitro para a solução de eventuais conflitos nas decisões de investimento*

3.21. Grupamento de ordens – Art. 80

COMENTÁRIO: A ANBIMA considera importante a separação das funções e responsabilidades dos participantes do mercado, cabendo a cada um, envidar melhores esforços na execução de suas atribuições. A metodologia de grupamento de ordens é inerente à atividade de gestão e, por tal motivo, cada gestor possui a sua metodologia e a implementa de acordo com a sua estrutura operacional considerando o orçamento de risco de cada fundo. Cabe ao administrador ser diligente sobre a atividade de gestão verificando se os prestadores de serviço possuem processos internos que garantam a alocação justa de boletas. Cabe ressaltar que observando as práticas de mercado, existem estruturas e gestores que possuem mais de um administrador no seu portfolio de fundos e assim, o administrador não consegue garantir a alocação justa entre fundos de diferentes administradores dado que cada administrador pode controlar os seus próprios fundos, mas não tem conhecimento sobre uma possível alocação de boletas em fundos de outros administradores. Logo, entendemos ser necessário o ajuste na redação do § 2º do artigo em referência, deixando claro que o administrador deve previamente na contratação de terceiros para exercício da gestão da carteira do fundo, verificar que este possui mecanismos para divisão das ordens que atendam às exigências da regulamentação.

Art. 80. As ordens de compra e venda de ativos financeiros devem sempre ser expedidas com a identificação precisa do fundo de investimento em nome do qual elas devem ser executadas.

§ 1º Quando uma mesma pessoa jurídica for responsável pela gestão de diversos fundos, será admitido o grupamento de ordens, desde que referida pessoa jurídica tenha implantado processos que possibilitem o rateio, entre os fundos, das compras e vendas realizadas, por meio de critérios equitativos, preestabelecidos, formalizados e passíveis de verificação.

*§ 2º Nos casos de contratação de gestão da carteira do fundo prevista no inciso I do §2º do art. 76, a instituição administradora do fundo deve **verificar previamente à contratação que os gestores contratados possuem processos referidos no § 1º.** ~~possuir mecanismos de controle e de acompanhamento suficientes para a supervisão das atividades executadas pelos gestores contratados.~~*

3.22. Remuneração de Conselho Consultivo e Comitê Técnico – Art. 82

COMENTÁRIO: A possibilidade de criação dos organismos associada à remuneração de seus participantes e à redação do art. 76, §2º inciso II, proposta na minuta de Instrução, possibilita que investidores que participem desses organismos também sejam

remunerados. Entendemos que tal remuneração faz sentido somente caso o participante do organismo seja um consultor contratado e habilitado à prestação do serviço de consultoria.

Art. 82. Sem prejuízo das responsabilidades de cada um dos prestadores de serviços de administração do fundo, podem ser constituídos, por iniciativa dos cotistas, do administrador ou do gestor, conselhos consultivos, comitês técnicos ou de investimentos.

§4º. Os membros do conselho ou comitê não podem ser remunerados a expensas do fundo, exceto quando o prestador de serviço listado no § 2 do art. 76 participar do comitê ou conselho que seja constituído por iniciativa do administrador ou do gestor.

3.23. Taxa Máxima – Art. 83

COMENTÁRIO: O parágrafo 4º do Art. 83 dispõe que a taxa de administração de um fundo compreende as taxas de administração dos fundos em que ele invista.

Porém quando o fundo investe em fundos regulados por outras Instruções, tais como fundos de índice, fundos de investimento em direitos creditórios e fundos imobiliários, entendemos que as taxas de administração do fundo objeto de alocação não devam ser consideradas na taxa de administração do fundo investidor, desde que tais investimentos não sejam preponderantes na carteira do fundo investidor. Isto porque referidos fundos investidos possuem natureza similar à de outros ativos em que o fundo pode investir e que também podem envolver custos relacionados à sua emissão e manutenção. Exemplo desta similaridade é que alguns destes fundos investidos podem inclusive ser adquiridos por meio de negociação em bolsa de valores. Outro caso que apresenta peculiaridade é o dos fundos de investimento em direitos creditórios, no qual pode haver complexidade no cálculo do real impacto da taxa para o detentor das cotas seniores em diferentes cenários.

Diga-se de passagem, quando o fundo investido é gerido ou administrado por terceiros, o administrador do fundo investidor não detém controle em relação a alterações das taxas de administração desses fundos. Esta lógica se aplica inclusive, no artigo 116, que dispensa a consolidação da carteira do fundo quando este é gerido por terceiros não ligados ao gestor e ao administrador do fundo.

Adicionalmente, entendemos que a regra prevista no §4º deva se aplicar aos fundos de investimento e aos fundos de investimento em cotas que sejam destinados a investidores não qualificados, conforme regra vigente da Instrução CVM 409. O escopo desta regra é proteger o investidor que eventualmente não possua experiência com investimentos de impacto não conhecido das taxas de administração dos fundos investidos. Tal proteção não é necessária no caso de fundos de investimento e aos fundos de investimento em

cotas destinados a investidores qualificados e profissionais, dado que tais investidores possuem maior conhecimento acerca do mercado financeiro, ou meios de obter assessoria adequada, podendo, deste modo, identificar o potencial impacto das taxas de administração dos fundos investidos.

Art. 83. O regulamento deve dispor sobre a taxa de administração, taxa de performance, bem como taxa de ingresso e saída, nos termos desta Instrução.

4º Os fundos de investimento e os fundos de investimento em cotas não destinados a investidores qualificados ou profissionais que adquirirem, nos limites desta Instrução, cotas de outros fundos de investimento registrados com base nesta instrução, devem estabelecer em seu regulamento que a taxa de administração cobrada pelo administrador compreende a taxa de administração dos fundos de investimento em que investirem.

3.24. Desconto na Taxa de Administração – Art. 83

COMENTÁRIO: A alteração proposta teve dois objetivos: (i) deixar claro que o fundo investido pode pagar rebate diretamente ao fundo investidor, sem qualquer ineficiência fiscal e (ii) permitir, também buscando neutralidade tributária, que parcelas da taxa de administração e de performance possam ser destinadas diretamente a entidades sem fins lucrativos, que destinem-se a desenvolver projetos sociais.

Primeiramente, é importante mencionar que o pagamento de rebate, correspondente a uma parcela da taxa de administração e/ou de performance do fundo investido ao fundo investidor, não constitui e nem pode constituir desconto, sob pena de se configurar tratamento diferenciado a cotista.

O pagamento de parcela de taxa constitui, na realidade, uma despesa para o fundo investido, como qualquer outra remuneração de prestador de serviço que seja remunerado pela taxa de administração e performance, como o distribuidor, por exemplo. Já para o fundo investidor, o rebate deveria constituir uma receita. A forma de contabilização, do ponto de vista de cada um dos fundos, investidor e investido, deveria ser tratada em normas contábeis específicas (atual COFI).

A propósito, sugerimos no artigo relativo aos encargos do fundo (art. 125), a eliminação do inciso específico do rebate, por entendermos que o tratamento a ser dado é o mesmo das demais parcelas das taxas pagas aos prestadores de serviço.

A segunda sugestão refere-se à possibilidade de que parte da taxa de administração e de performance possa ser paga para entidades sociais. Cabe lembrar que a ANBIMA entende que a contribuição do mercado a entidades com fins sociais é relevante para o

desenvolvimento do país. O objetivo da presente proposta é permitir que o administrador e demais prestadores de serviço possam destinar parte de sua remuneração a projetos sociais, com maior eficiência fiscal. Atualmente, algumas instituições administradoras e gestoras fazem doações de parte de suas remunerações a organizações sociais, mas reconhecem as receitas e efetuam as doações. A proposta visa melhorar a eficiência da doação, aumentando, conseqüentemente, os valores doados.

§ 7º É admitido que a parcela da taxa de administração e performance seja paga diretamente aos fundos investidores, conforme art .90 §1º e a entidades sociais, desde que, nesta última hipótese, sejam observados os critérios previstos em regulamento. Na hipótese de concessão de descontos na taxa de administração que serão pagos diretamente pelo fundo investido a fundos investidores, o valor correspondente à taxa de administração deve ser subtraído dos valores destinados ao provisionamento ou pagamento das despesas de que trata o inciso XIII do art. 125.

3.25. Taxa de Performance – Art. 86

COMENTÁRIO: Na linha das argumentações anteriores sobre o investidor profissional, entendemos que este pode avaliar o melhor veículo de apuração de resultado com a estratégia do produto, sendo premissa a necessidade do administrador fornecer transparência ao investidor com relação às metodologias e regras operacionais para cobrança.

Neste sentido, sugerimos que os fundos destinados a investidores profissionais possam calcular, apurar e cobrar a Taxa de Performance conforme previsto no regulamento do fundo.

Art. 86. Desde que expressamente previsto em seus regulamentos, ficam dispensados de observar:

II – o disposto nos ~~§1º, 2º e 3º~~ arts. 84 e 85, os fundos destinados exclusivamente a investidores profissionais.

3.26. Obrigações do Administrador e do Gestor – Art. 89

COMENTÁRIO: Ressaltamos mais uma vez a importância de segregarmos as atividades e responsabilidades dos participantes do mercado. No caso específico da gestão de liquidez, entendemos que por ser responsável pela gestão da carteira, o gestor é também responsável por esse gerenciamento no decorrer do dia, conforme estabelece sua política, cabendo ao administrador acompanhar junto ao gestor, o exercício da política e o enquadramento do fundo.

Art. 89. O administrador e o gestor, nas suas respectivas esferas de atuação, devem adotar as políticas, procedimentos e controles internos necessários para que a liquidez da carteira do fundo seja compatível com:

§ 2º O administrador e o gestor, nas suas respectivas esferas de atuação, devem submeter a carteira do fundo a testes de estresse periódicos com cenários que levem em consideração, no mínimo, as movimentações do passivo, liquidez dos ativos, obrigações e a cotação do fundo.

§ 5º Caso o fundo invista em cotas de outros fundos de investimento, o administrador e o gestor, nas suas respectivas esferas de atuação, devem diligentemente avaliar a liquidez do fundo investido, considerando, no mínimo:

3.27. Ativos Financeiros – Limites por Emissor – Art. 97

COMENTÁRIO: Se o emissor for ente público diferente da União Federal não há limite previsto de forma expressa na Instrução, apesar da aplicação em ativos destes emissores ser permitida pelo Art. 112, “caput” da norma proposta (Artigo 98 da norma vigente). Dessa forma, para evitar interpretações divergentes quanto ao referido limite, solicitamos a sua inclusão no inciso IV, do Art. 97.

Art. 97. O fundo observará os seguintes limites de concentração por emissor, sem prejuízo das normas aplicáveis à sua classe (art. 103):

IV – até 5% (cinco por cento) do patrimônio líquido do fundo quando o emissor for (i) pessoa natural; (ii) público diferente da União Federal; (iii) ou pessoa jurídica de direito privado que não seja companhia aberta ou instituição financeira autorizada a funcionar pelo Banco Central do Brasil; e

3.28. Ativos Financeiros – Limites por Emissor – Art. 97

COMENTÁRIO: Conforme decisão do colegiado da CVM, acerca do Proc. RJ2005/3471 e Proc. RJ2007-12876 sugerimos que seja prevista na regulação a possibilidade de criação de fundos de investimento dedicados a investir, no mínimo, 95% em ações ou certificados de depósito de ações do administrador ou gestor do fundo, desde que seja dada a devida transparência ao investidor.

Art. 97. O fundo observará os seguintes limites de concentração por emissor, sem prejuízo das normas aplicáveis à sua classe (art. 103):

§2º O fundo não pode deter mais de 20% (vinte por cento) de seu patrimônio líquido em títulos ou valores mobiliários de emissão do administrador, do gestor ou de empresas a eles ligadas, observando-se, ainda, cumulativamente, que:

*III – o limite exposto no **caput** deste parágrafo não é aplicável nos casos em que a política de investimento do fundo buscar investir, no mínimo, 95% de seu patrimônio líquido, em ações ou certificados de depósito de ações do próprio administrador ou gestor do fundo, ou de empresas ligadas, devendo ainda, serem adotadas medidas que garantam o correto entendimento pelos investidores acerca da concentração do patrimônio líquido do fundo em tais ativos.*

3.29. Limites por Modalidade de Ativo Financeiro, Cota ativo Final – Arts. 98, 99 e 116

COMENTÁRIO: Entendemos que os limites de concentração têm a finalidade de promover a diversificação de risco dos fundos de investimento, evitando a concentração da carteira do fundo em determinados fatores de risco ou emissores, nos termos da regulamentação aplicável.

Sendo o objetivo destes limites a diversificação de risco, nas hipóteses em que seja possível consolidar a carteira do fundo investidor com as carteiras dos fundos investidos, o monitoramento dos limites aplicáveis a cotas de fundos (arts. 97, III e 98, I, “a”, “b” e “c”) impõe custos e complexidades operacionais, a nosso ver, desproporcionais em relação aos benefícios desejados, tendo em vista que a carteira consolidada do fundo investidor sempre observará todos os limites e restrições previstos em seu regulamento e na regulamentação aplicável. Isso porque, nestes casos, a regra de enquadramento impõe ao administrador e ao gestor do fundo um duplo controle: (i) monitoramento do limite por modalidade de ativo, considerando a carteira consolidada (carteira do fundo investidor e agregada às carteiras dos fundos investidos); e (ii) monitoramento do limite por modalidade de ativo relativo a cotas de fundos de investimento (20%).

Portanto, consideramos que a finalidade deste dispositivo é plenamente atendida por uma metodologia de monitoramento que contemple, alternativamente: (i) o controle dos limites de concentração previstos nos arts. 97, III e 98, I, alíneas “a”, “b” e “c”; ou que, (ii) na consolidação da carteira dos fundos investidos com a do fundo investidor, assegure que os limites de aplicação do fundo investidor não serão excedidos. Com este objetivo, sugerimos alterações nos arts. 98, 99 e 116, com o intuito de eliminar o duplo controle, flexibilizando a necessidade de observância de limites especificamente em relação às cotas de fundos regulamentados exclusivamente pela ICVM 409/04, nas hipóteses em que seja possível atender a finalidade do dispositivo por meio da consolidação da carteira do fundo investidor com as carteiras dos fundos investidos, observadas algumas condições.

Os fundos de varejo, por exemplo, somente poderão investir em fundos destinados a investidores profissionais, na medida em que os fundos investidos observem as regras aplicáveis ao público em geral (investidores não qualificados). Em complemento à flexibilização proposta pela CVM em relação ao investimento de fundos de varejo em fundos destinados a investidores qualificados, sugerimos permitir aos fundos de varejo aplicação em percentual superior, desde que a carteira do fundo investidor seja consolidada com as carteiras dos fundos investidos e os fundos investidos observem as regras aplicáveis ao público em geral (investidor não qualificado).

Observadas tais condições e tendo em vista que o limite previsto no art. 98, I é cumulativo (limite máximo para investimento no conjunto de ativos mencionados nas respectivas alíneas), entendemos possível incluir a possibilidade de investimento em cotas de fundos de investimento destinados a investidores profissionais.

Adicionalmente, em linha com a diversificação da carteira dos fundos, sugerimos a separação dos limites do FIDC dos demais fundos de investimento, pois nos parece ser necessário revisar os limites atualmente permitidos ao investimento em FIDCs, que ainda são tratados pela CVM 409 como um instrumento “exótico”, consolidado em limites para instrumentos de maior risco como CCBs, entre outros.

Sob um evento de estresse, instrumentos como o FIDC geralmente fornecem proteção de crédito e possibilidade de recuperação de crédito semelhante a instrumentos de dívida convencionais (debêntures, CCBs, LFs).

Recentemente a CVM implementou um novo arcabouço regulatório (Instrução CVM 531) que aprimorou a regulamentação dos FIDCs. A Instrução CVM 356 e suas atualizações já faziam do mercado de FIDCs um dos mercados de securitização mais bem regulados do mundo, e as novas regras vieram para ampliar ainda mais a segurança do instrumento.

Similarmente, considerando a criação de limite separado para os FIDC, entendemos oportuno incluir nesse mesmo limite, os fundos de índice, de modo que o cômputo da aplicação nesses fundos também deixe de ser cumulativo com os CRI e demais ativos financeiros não previstos no(s) outro(s) inciso(s) deste artigo. Observamos que os fundos de índice no Brasil são regulados, de modo detalhado, pela Instrução CVM 359, regulação essa já bastante consolidada no mercado brasileiro após mais de dez anos de vigência. Ademais, a regulação brasileira dos fundos de índice (i) abarca apenas as estruturas mais tradicionais de *exchange traded funds*, vedando a estruturação de fundos alavancados, inversos e sintéticos, e (ii) define de modo claro e preciso as operações permitidas na carteira do fundo, contemplando mecanismos apropriados de transparência e segurança para os investidores.

Art. 98. *Cumulativamente aos limites por emissor, o fundo deve observar os seguintes limites de concentração por modalidades de ativo financeiro, sem prejuízo das normas aplicáveis à sua classe (art. 103).*

I – até 20% (vinte por cento) do patrimônio líquido do fundo, para o conjunto dos seguintes ativos:

a) cotas de fundos de investimento e cotas de fundos de investimento em cotas de fundos de investimento, registrados com base nesta Instrução;

b) cotas de fundos de investimento e cotas de fundos de investimento em cotas de fundos de investimento, destinados exclusivamente a investidores qualificados e registrados com base nesta Instrução;

c) cotas de fundos de investimento e cotas de fundos de investimento em cotas de fundos de investimento, destinados exclusivamente a investidores profissionais qualificados e registrados com base nesta Instrução;

~~*d) cotas de fundos de investimento em cotas de fundos de investimento destinados exclusivamente a investidores qualificados registrados com base nesta Instrução;*~~

~~*ed) cotas de Fundos de Investimento Imobiliário – FII;*~~

~~*f) cotas de Fundos de Investimento em Direitos Creditórios – FIDC;*~~

~~*g) cotas de Fundos de Investimento em Fundos de Investimento em Direitos Creditórios – FIC-FIDC;*~~

~~*ie) Certificados de Recebíveis Imobiliários – CRI; e*~~

~~*if) outros ativos financeiros não previstos nos incisos II ou III deste artigo.*~~

II – até 20% (vinte por cento) do patrimônio líquido do fundo, para o conjunto dos seguintes ativos:

a) cotas de Fundos de Investimento em Direitos Creditórios – FIDC;

b) cotas de Fundos de Investimento em Fundos de Investimento em Direitos Creditórios – FIC-FIDC;

c) cotas de fundos de índice admitidos à negociação em mercados organizados;

III – não há limite de concentração por modalidade de ativo financeiro para o investimento em:

a) títulos públicos federais e operações compromissadas lastreadas nestes títulos;

b) ouro, desde que adquirido ou alienado em negociações realizadas em bolsas de mercadorias e futuros;

c) títulos de emissão ou coobrigação de instituição financeira autorizada a funcionar pelo Banco Central do Brasil;

d) valores mobiliários diversos daqueles previstos no inciso I, desde que registrados na CVM e objeto de oferta pública de acordo com a Instrução CVM nº 400, de 29 de dezembro de 2003, observado, ainda, o disposto no §4º;

e) notas promissórias, debêntures e ações, desde que tenham sido emitidas por companhias abertas e objeto de oferta pública; e

f) contratos derivativos, exceto se referenciados nos ativos listados no inciso I.

§ 1º Os fundos de investimento podem ultrapassar o limite de que tratam as alíneas “a”, “b” e “c”, do inciso I e a alínea “c” do inciso II, de acordo com seu público alvo, desde que atendam ao disposto nos arts. 114 e 115.

§ 2º Ressalvados os investimentos realizados nos fundos de que trata a Subseção III, Seção VI do Capítulo IX, os fundos de investimento não destinados exclusivamente a investidores qualificados ou profissionais somente poderão investir nos ativos citados na alínea “c” do inciso I nas hipóteses em que os fundos investidos observem as regras, mas não os limites, aplicáveis aos fundos investidores.

*§2-3º As operações com contratos derivativos referenciados nos ativos listados no inciso I do **caput** deste artigo incluem-se no cômputo dos limites estabelecidos para seus ativos subjacentes, observado o disposto no § 4º do art. 97.*

*§3 4º Aplicam-se aos ativos objeto das operações compromissadas em que o fundo assumo compromisso de recompra os limites de aplicação de que trata o **caput**.*

§4-5º Ressalvado o fundo enquadrado no art. 113, é vedado ao fundo a aplicação em cotas de fundos que não estejam previstos no inciso I.

Art. 99. O administrador responde pela inobservância dos limites de composição e concentração de carteira e de concentração em fatores de risco estabelecidos nesta Instrução e no regulamento.

*§ 2º Caso o administrador contrate gestor para desempenhar atividade de gestão profissional em nome do fundo, o gestor também responde pela obrigação de que trata o **caput** e §1º, ocasião em que cabe:*

I – ao gestor avaliar sua observância antes da realização de operações em nome do fundo; e

II – ao administrador acompanhar o enquadramento do fundo tão logo as operações sejam realizadas e diligenciar pelo seu reenquadramento no melhor interesse dos cotistas.

§ 3º Caso a política de investimento do fundo permita a aplicação em cotas de outros fundos, o administrador deve assegurar-se de que, na consolidação das aplicações do fundo investidor com as dos fundos investidos, os limites de aplicação previstos ali referidos não são excedidos, observado o disposto no art. 116.

§ 4º Os fundos de investimento podem ultrapassar o limite de que tratam os arts. 97, III e 98, I, alíneas “a”, “b” e “c”, desde que o gestor assegure-se de que, na consolidação de suas aplicações com as dos fundos investidos, os limites de concentração do fundo investidor não serão excedidos, observado o disposto no § 5º deste artigo, nos arts. 98, § 2º e 116.

§ 5º Na hipótese do § 4º deste artigo, caso o fundo investidor não seja destinado exclusivamente a investidores qualificados ou profissionais, os fundos investidos destinados exclusivamente a investidores qualificados deverão observar as regras, mas não os limites, aplicáveis ao fundo investidor.

(...)

*Art. 116. Os fundos de investimento ~~em cotas~~ são obrigados a consolidar as aplicações dos fundos investidos *registrados com base nesta Instrução*.*

§ 1º *O fundo fica dispensado da obrigação de que trata o caput ~~o fundo que atenda às~~ nas seguintes hipóteses condições:*

I – as carteiras dos fundos investidos sejam geridas por terceiros não ligados ao administrador ou ao gestor do fundo investidor; e ou

II – observância dos limites previstos nos arts. 97, III e 98, I, alíneas “a”, “b” e “c”.

§ 2º *Na hipótese de fundo destinado exclusivamente a investidores qualificados, para que possa se valer da dispensa de que trata o § 1º deste artigo, ~~que~~ o seu regulamento deverá ainda vedar ~~vede~~ expressamente a aplicação em cotas de fundos destinados exclusivamente a investidores profissionais.*

§ 3º *Na hipótese prevista no § 1º, II deste artigo, as cotas dos fundos investidos poderão ser tratadas como ativos finais, para fins de enquadramento, nos termos do art. 99 e seguintes, desde que tal possibilidade conste no regulamento do fundo investidor.*

§ 4º ~~§2º~~ *Na hipótese de aplicação em cotas de fundos que possam exceder o limite de concentração em créditos privados do art. 112, a política de investimento do fundo investidor deve detalhar os mecanismos que serão adotados para mitigar o risco de extrapolação do limite de que trata o art. 112, ou, alternativamente, adotar as medidas dos incisos I a II daquele artigo.*

§ 5º ~~§3º~~ *As questões 5, 6 e 11 a 16 do perfil mensal não precisam ser respondidas pelos administradores dos fundos de investimento em cotas que atendam o disposto no caput.*

3.30. Deveres quanto aos Limites de Concentração – Art. 99

COMENTÁRIO: Alguns participantes do mercado, entendem que o controle de enquadramento deve ser realizado com base no patrimônio líquido do fundo do dia anterior. Considerando o dinamismo do mercado e o fato de o gestor possuir informações em tempo real, interpretações mais restritivas impossibilitariam que o controle do administrador ocorra com dados mais atuais, o que gera ineficiência no processo. Sugerimos que a redação preveja um prazo máximo para essa verificação, permitindo a utilização de intervalos de tempo inferiores a 1 dia útil para controle. A comparação da composição de carteira do fundo para fins de enquadramento com o Patrimônio Líquido do dia anterior pode apresentar distorções significativas,

notadamente em 1) dias em que o mercado apresente alta volatilidade, impactando a valorização dos ativos no dia que não está refletida no Patrimônio do dia anterior; e 2) em dias com volumes significativos de aplicações e resgates do fundo.

Art. 99. O administrador responde pela inobservância dos limites de composição e concentração de carteira e de concentração em fatores de risco estabelecidos nesta Instrução e no regulamento.

*§ 1º O administrador deve acompanhar o enquadramento aos limites referidos no **caput**, que devem ser cumpridos diariamente, com base no patrimônio líquido do fundo ~~com no máximo 1 de dia útil de defasagem imediatamente anterior.~~*

3.31. Prazos – Modalidade de ativos – Art. 102

COMENTÁRIO: Sugerimos ajuste na redação permitindo o enquadramento dos limites gerais desta Instrução nos prazos estabelecidos neste artigo.

Art. 102. O fundo tem os seguintes prazos máximos para atingir os limites mínimos e máximos ~~de concentração por emissor e por modalidade de ativo~~ estabelecidos ~~nesta instrução e/ou~~ em seu regulamento:

3.32. Classificação dos Fundos - Renda Fixa – Art. 103

COMENTÁRIO: A minuta de Instrução dispõe que os fundos que invistam no mínimo 95% em ativos que acompanham determinado índice de referência tenham o sufixo Referenciado em sua nomenclatura.

A Instrução CVM 409, em sua primeira versão dispunha sobre os fundos referenciados em Ações, no entanto, a Instrução CVM 450 revogou a existência dos fundos referenciados em Ações.

A Classificação ANBIMA dispõe sobre os fundos referenciados DI, conforme dispõe a regulação e trata dos fundos de Ações cujo objetivo de investimento é acompanhar o comportamento de determinado índice de mercado de Ações, como Fundo de Ações Indexado, sem qualquer limitação mínima de alocação no índice de referência.

Neste sentido, sugerimos que os fundos “Referenciados” sejam uma subclasse da Renda Fixa, como a regra já dispõe atualmente.

Art. 103. Quanto à composição de sua carteira, os fundos de investimento e os fundos de investimento em cotas, classificam-se em:

~~§ 2º Os fundos cuja política de investimento assegure que ao menos 95% (noventa e cinco por cento) do seu patrimônio líquido esteja investido em ativos que acompanham determinado índice de referência devem acrescentar, à sua denominação, sufixo “Referenciado” seguido da denominação de tal índice.~~

Art. 104. Os fundos classificados como “Renda Fixa”, devem ter como principal fator de risco de sua carteira a variação da taxa de juros doméstica, de índice de preços, ou ambos.

~~§ 2º Os fundos cuja política de investimento assegure que ao menos 95% (noventa e cinco por cento) do seu patrimônio líquido esteja investido em ativos que acompanham, direta ou indiretamente, determinado índice de referência devem acrescentar, à sua denominação, sufixo “Referenciado” seguido da denominação de tal índice.~~

3.33. Classificações dos Fundos – Renda Fixa – Art. 105

COMENTÁRIO: Inclusão de cotas de Fundos de Índice (ETF de Renda Fixa) no rol de ativos dos fundos de Renda Fixa.

Art. 105. O fundo classificado como “Renda Fixa” deve possuir, no mínimo, 80% (oitenta por cento) da carteira em ativos relacionados diretamente, ou sintetizados via derivativos, ao fator de risco que dá nome à classe.

§1º O fundo classificado como “Renda Fixa” que atenda às condições abaixo deve incluir, à sua denominação, o sufixo “Curto Prazo”:

I – aplique seus recursos exclusivamente em: (a) títulos públicos federais ou privados pré-fixados ou indexados à taxa SELIC ou a outra taxa de juros, ou títulos indexados a índices de preços, com prazo máximo a decorrer de 375 (trezentos e setenta e cinco) dias, e prazo médio da carteira do fundo inferior a 60 (sessenta) dias, ou (b) cotas de fundos de índice que atendam à alínea “a” acima, bem como aos incisos II e III abaixo.

II – utilize derivativos somente para proteção da carteira e a realização de operações compromissadas lastreadas em títulos públicos federais; e

III – aplique seus recursos em títulos privados que atendam ao inciso I e sejam considerados de baixo risco de crédito pelo administrador e pelo gestor.

§2º O fundo “Renda Fixa” que atenda ao art. 103, §2º deve:

I – ter 80% (oitenta por cento), no mínimo, de seu patrimônio líquido representado, isolada ou cumulativamente, por:

a) títulos da dívida pública federal; ou

b) ativos financeiros de renda fixa considerados de baixo risco de crédito pelo administrador e pelo gestor; e ou

c) cotas de fundos de índice que invistam nos ativos das alíneas “a)” e “b)” e atendam cumulativamente ao disposto no inciso II deste parágrafo; e

3.34. Fundo Renda Fixa Soberano – Art. 105

COMENTÁRIO: Sugerimos ajuste na redação avaliando o nome do fundo classificado como “Renda Fixa Risco Soberano Simplificado” observado que a palavra “Risco” não está em consonância com as demais classificações que não incluem esta palavra.

Outro ponto a ser destacado, é que o fundo em questão pode deter em sua carteira títulos de renda fixa de emissão ou coobrigação de instituições financeiras que possuam classificação de risco, no mínimo, equivalente àquela atribuída aos títulos da dívida pública federal. Entendemos que as operações compromissadas realizadas por instituições financeiras com classificação de risco, no mínimo, equivalente àquela atribuída aos títulos da dívida pública federal, não adicionam componente de risco superior ao investimento nos próprios títulos de renda fixa de emissão ou coobrigação de instituições financeiras.

Art. 105. O fundo classificado como “Renda Fixa” deve possuir, no mínimo, 80% (oitenta por cento) da carteira em ativos relacionados diretamente, ou sintetizados via derivativos, ao fator de risco que dá nome à classe.

§ 3º O fundo classificado como “Renda Fixa” que atenda às condições abaixo deve incluir, à sua denominação, o sufixo “Risco Soberano Simplificado”:

I – tenha 95% (noventa e cinco por cento), no mínimo, de seu patrimônio líquido representado, isolada ou cumulativamente, por:

(...)

c) operações compromissadas lastreadas em títulos da dívida pública federal ou em títulos de responsabilidade, emissão ou coobrigação de instituições autorizadas a funcionar pelo Banco Central do Brasil, desde que, na hipótese de lastro em títulos de responsabilidade de pessoas de direito privado, a instituição financeira contraparte do fundo na operação possua classificação de risco, no mínimo, equivalente àquela atribuída aos títulos da dívida pública federal; ou

d) contratos derivativos, exclusivamente para fins de proteção da carteira (hedge);

II – se constitua sob a forma de condomínio aberto;

COMENTÁRIO: A criação do fundo “Renda Fixa Soberano Simplificado”, cuja regulamentação contemplará mecanismos que minimizem os custos associados a essa nova modalidade de investimento, representa importante avanço para a indústria de fundos brasileira, favorecendo a elevação da taxa de poupança em nosso país e o acesso da população ao mercado de capitais por meio de fundo simples, seguro e de baixo custo. Coerentemente com os objetivos dessa iniciativa e buscando assegurar seu sucesso, pareceu-nos, no entanto, que seria importante adequar a distribuição do produto à percepção do distribuidor com relação ao meio mais eficaz de fazê-lo no caso concreto. Neste sentido, considerando a dinâmica atual de acesso da população a produtos de investimento no Brasil, entendemos que a regulamentação do fundo “Renda Fixa Soberano Simplificado” poderia, além da distribuição exclusiva por meios eletrônicos, possibilitar também a distribuição por meio não eletrônico, tal como a distribuição por meio de rede de agências bancárias. Dessa forma, é 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.

III – preveja, em seu regulamento, que todos os documentos e informações a eles relacionados são disponibilizados aos cotistas exclusivamente por meios eletrônicos, sem prejuízo da possibilidade de previsão de que a distribuição de cotas seja realizada também por meios diversos dos eletrônicos; e

COMENTÁRIO: Considerando o objetivo e características do fundo, inclusive a preocupação refletida no §5º do art. 105 da redação original proposta pela minuta, entendemos ser aconselhável restringir composição da carteira que pudesse caracterizar o fundo como fundo “Renda Fixa Soberano Simplificado - Crédito Privado”.

Lembramos que o reenquadramento do fundo em eventuais alterações negativas na classificação de risco do emissor do título exige prazo suficiente para evitar prejuízo aos cotistas decorrente da diminuição do preço do papel em razão do desfazimento das posições de forma concomitante pelos gestores.

#IV – vede, em seu regulamento:

- a) a cobrança de taxa de performance, mesmo quando o fundo atenda ao disposto no § 1º do art. 103;*
- b) a realização de investimentos no exterior;*
- c) a transformação do fundo em fundo fechado; e*
- d) qualquer transformação ou mudança de classificação do fundo.*

§ 4º Fica vedada a concentração do fundo “Renda Fixa Soberano Simplificado” em créditos privados, na forma do Art. 112 desta Instrução.

COMENTÁRIO: Incidentalmente observamos que o modelo de lâmina previsto na ICVM 522 não contempla a comparação da performance a dois índices de referência, inclusive no layout em formato “xml”, de modo que será necessária sua adequação à proposta do parágrafo em questão.

Alternativamente, sugerimos que seja estabelecida a possibilidade de que a comparação seja realizada com apenas um índice de referência, uma vez que traz mais simplicidade ao documento.

§ 54º A lâmina de informações essenciais do fundo classificado como “Renda Fixa Soberano Simplificado” deve comparar a performance do fundo, no mínimo, com a performance da caderneta de poupança ou da taxa SELIC.

COMENTÁRIO: Visando a evitar interpretação equivocada de que a redação proposta na minuta condicionaria a estratégia do fundo “Renda Fixa Soberano Simplificado” à garantia de proteção contra riscos de perdas e volatilidade, sugerimos alteração na redação para esclarecer que o gestor deverá buscar a proteção contra tais riscos. Dessa forma, não ficaria implícita qualquer garantia de resultado com relação à performance futura do fundo, considerando que, a despeito da estratégia de investimento observar as diretrizes estabelecidas pela CVM no referido parágrafo, não é possível afastar integralmente 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.

*§ 65º O gestor de fundo classificado como “Renda Fixa **Risco** Soberano Simplificado” deve adotar estratégia de investimento que **busque proteger** o fundo de riscos de perdas e volatilidade.*

COMENTÁRIO: tendo em vista que o investimento no fundo “Renda Fixa Soberano Simplificado” tem por objetivo ser alternativa de investimento à poupança, caracterizado pela simplicidade do processo de aplicação, por se tratar de investimento de baixo risco e considerando a própria proposta da CVM de dispensa de assinatura de termo de adesão e ciência de risco, viabilização da distribuição por meio eletrônico e redução dos custos associados ao investimento no fundo, entendemos que pode haver dispensa da verificação da adequação do investimento nesse fundo ao perfil, pois o risco de distribuição inadequada do produto está mitigado.

*§ 78º O termo de adesão, referido no art. 25, **bem como a verificação da adequação do investimento no fundo ao perfil do cliente, na forma da regulamentação específica sobre o assunto, serão dispensados em relação ao fundo que atenda ao disposto no art. 105, §3º.***

3.35. Fundo de Ações – Art. 106

COMENTÁRIO: Considerando que o patrimônio líquido do fundo é a soma algébrica do disponível com o valor da carteira mais os valores a receber menos as exigibilidades, existem interpretações divergentes quanto ao tratamento de aplicações que ocorram ao longo do dia, uma vez que o patrimônio líquido não reflete essas movimentações. Tal interpretação impossibilita que o gestor aloque os recursos, o que diminui a eficiência da gestão e não proporciona ganhos ao investidor.

Em linha com o que dispõe a Instrução Normativa nº 1.022/10, sugerimos que a redação do inciso II refira-se à carteira do fundo.

Art. 106. Os fundos classificados como “Ações” devem ter como principal fator de risco a variação de preços de ações admitidas à negociação no mercado à vista de bolsa de valores ou entidade do mercado de balcão organizado.

§ 1º Nos fundos de que trata o caput:

II – Os recursos excedentes da carteira ~~patrimônio líquido do fundo que exceder o percentual fixado no inciso I~~ podem ser aplicados em quaisquer outras modalidades de ativos financeiros, observados os limites de concentração previstos no art. 98.

3.36. Fundos de Investimentos no Exterior – Art.107

COMENTÁRIO: A primeira alteração sugerida é a correção do limite por extenso. Adicionalmente, em complemento às regras apresentadas, conforme comentário no item 3.8 acima, avaliamos que os fundos de investimentos no exterior podem ter regras diferenciadas para movimentação dos recursos em relação às regras previstas nesta Instrução, de modo que propomos inclusão de redação para evitar possíveis distorções e adaptar a Nova Instrução as características do mercado internacional.

Art. 107. O fundo classificado como “Investimento no Exterior” deve aplicar:

III – no mínimo 80% (~~Cinquenta~~ Oitenta por cento) de seu patrimônio líquido em ativos financeiros no exterior.

§ único: O fundo classificado como Investimento no Exterior poderá estabelecer regras para aplicação e resgate diferentes do previsto nesta instrução.

3.37. Fundos de Investimentos no Exterior – Custódia no exterior – Art. 109

COMENTÁRIO: Em função da fusão entre Cedel International e Deutsche Börse Clearing, sugerimos que o a menção seja feita à empresa oriunda dessa fusão: Clearstream Banking S.A.

Art. 109. O fundo classificado como “Investimento no Exterior” que investir nos termos do art. 107, inciso II, deverá acrescentar o sufixo “Dívida Externa” à sua denominação.

§ 2º Os títulos representativos da dívida externa de responsabilidade da União devem ser mantidos, no exterior, em conta de custódia, no Sistema Euroclear ou ~~na LuxClear – Central Securities Depository of Luxembourg (CEDEL) – Clearstream Banking S.A.~~

3.38. Fundo de investimento em Cotas de Fundo de Investimento – Art. 113.

COMENTÁRIO: Sugerimos a manutenção da regra atual, inserindo no artigo 113 o FIDC, FIC-FIDC e FII. Na redação original proposta pela CVM tais classes de fundos eram excluídas da relação do §5º, o que seria compatível com as exceções constantes do parágrafo, mas, paradoxalmente, eram mantidas, na relação de vedações, os FIP que também constavam das exceções dos parágrafos.

Ao mesmo tempo, sugerimos esclarecimento no caput do §5º de que as vedações estabelecidas nesse parágrafo não conflitam com as exceções expressamente previstas na Instrução, em particular as exceções contidas nos parágrafos seguintes do art. 113.

Sugerimos ajuste na redação do §7º incluindo a possibilidade de investimentos em FIPs, FICFIPs e FII para investidores qualificados observando a regra atual.

Art. 113. O fundo de investimento em cotas de fundos de investimento deve manter, no mínimo, 95% (noventa e cinco por cento) de seu patrimônio investido em cotas de fundos de investimento de uma mesma classe, exceto os fundos de investimento em cotas classificados como “Multimercado”, que podem investir em cotas de fundos de classes distintas.

§ 5º Excepcionados os casos expressamente previstos nesta Instrução, ficam vedadas as aplicações em cotas de:

- I – Fundos de Investimento em Participações;*
- II – Fundos de Investimento em Cotas de Fundos de Investimento em Participações;*
- III – Fundos de Investimento em Direitos Creditórios no Âmbito do Programa de Incentivo à Implementação de Projetos de Interesse Social;*
- IV – Fundos de Financiamento da Indústria Cinematográfica Nacional;*
- V – Fundos Mútuos de Privatização – FGTS;*

- VI – Fundos Mútuos de Privatização – FGTS – Carteira Livre;
- VII – Fundos de Investimento em Empresas Emergentes;
- VIII – Fundos Mútuos de Investimento em Empresas Emergentes - Capital Estrangeiro;
- IX – Fundos de Conversão;
- X – Fundos de Privatização - Capital Estrangeiro;
- XI – Fundos Mútuos de Ações Incentivadas;
- XII – Fundos de Investimento Cultural e Artístico;
- XIII – Fundos de Investimento em Empresas Emergentes Inovadoras;
- XIV – Fundos de Aposentadoria Individual Programada – FAPI; e
- XV – Fundos de Investimento em Diretos Creditórios Não-Padronizados.
- XVI – Fundos de Investimento em Direitos Creditórios;
- XVII – Fundos de Investimento em Cotas de Fundos de Investimento em Direitos Creditórios;
- XVIII – Fundos de Investimento Imobiliário;

§ 6º O fundo de investimento em cotas classificado como "Renda Fixa" e "Multimercado" pode investir, até o limite de 20% (vinte por cento) do patrimônio líquido, em cotas de Fundo de Investimento Imobiliário, de Fundos de Investimento em Direitos Creditórios e de Fundos de Investimento em Cotas de Fundos de Investimento em Direitos Creditórios desde que previsto em seus regulamentos.

§ 7º O fundo de investimento em cotas classificados como "Multimercados", desde que destinado exclusivamente a investidores qualificados, pode investir em cotas de Fundo de Investimento Imobiliário, em cotas de Fundos de Investimento em Direitos Creditórios, cotas de Fundos de Investimento em Cotas de Fundos de Investimento em Direitos Creditórios, Fundos Mútuos de Investimento em Empresas Emergentes, Fundos de Investimento em Participações e Fundos de Investimento em Cotas de Fundos de Investimento em Participações, nos limites estabelecidos em seu regulamento.

COMENTÁRIO: O §9º do art. 113 da Nova Instrução objeto da audiência pública busca limitar em 20% o investimento de fundos destinados ao público em geral em fundos destinados a investidores qualificados. Nesse contexto, considerando que a Nova Instrução (considerando-se a redação submetida à audiência pública) prevê expressamente sua aplicação a todas as modalidades de fundos de investimento, a referência a “fundos de investimento”, conforme abordado originalmente pela norma, sem as referências de que “são destinados exclusivamente a investidores não qualificados” e “registrados exclusivamente com base nesta instrução”, conforme inserções sugeridas acima, poderá gerar divergências em sua aplicação, razão pela qual sugerimos clarificar a redação com as inserções abaixo;

§ 9º O fundo de investimento em cotas não destinado exclusivamente a investidores qualificados pode investir, até o limite de 20% (vinte por cento) do patrimônio líquido,

*em cotas de fundos de investimento destinados exclusivamente a investidores qualificados e em cotas de fundos de investimento em cotas de fundos de investimento destinados exclusivamente a investidores qualificados **registrados exclusivamente com base nesta Instrução.***

COMENTÁRIO: Embora o investimento em Fundos de Índice, com cotas negociáveis em mercados organizados, não esteja vedado, considerando que os parágrafos do artigo 113 preveem expressamente as espécies de fundos que poderão ser adquiridas por fundos de investimento em cotas, para evitar dúvidas futuras sobre a possibilidade desse tipo de ativo integrar a carteira de Fundos de Investimentos em Cotas, sugerimos que se preveja expressamente tal possibilidade, observando-se que tal investimento não poderá desenquadrar a classe do FIC (FICs da Classe Renda Fixa poderão investir em Fundos de Índices de Renda Fixa e FICs de Ações poderão adquirir cotas de Fundos de Índices de Ações), em linha com o disposto no item 1.28 do Ofício-Circular CVM/SIN 10/2013.

§10 O fundo de investimento em cotas classificados como "Multimercados", "Renda Fixa" ou "Ações", pode investir em cotas de Fundos de Índice, com cotas negociáveis em mercados organizados, desde que as suas respectivas classes sejam observadas.

COMENTÁRIO: Ao criar a nova classe "Fundo de Investimento no Exterior", a redação do *caput*, do art.113, da Nova Instrução objeto da Audiência Pública 4, não intencionalmente restringiu o investimento no exterior por fundo de investimento em cotas de fundos de investimento de outras classes que não Multimercado. Por esse motivo, solicitamos a inclusão do §11, de modo a eliminar referida inconsistência.

§11 O fundo de investimento em cotas, independentemente da sua classe, poderá investir em fundos da classe Investimento no Exterior desde que sejam respeitados os limites para investimento no exterior da sua respectiva classe e público alvo.

COMENTÁRIO: Conforme ajuste proposto no art. 83 §4, aventamos adequação da redação no art.115 §1 dispensando da obrigatoriedade da divulgação no regulamento a política e taxa de administração dos fundos não regidos por esta instrução.

Art. 115. O regulamento e a lâmina (se for o caso) do fundo de investimento em cotas devem especificar o percentual máximo do patrimônio que pode ser aplicado em um só fundo de investimento.

§ 1o O regulamento do fundo de investimento em cotas deve dispor, também, acerca da política de investimento e da taxa de administração dos fundos **registrados com base nesta Instrução** em que pretenda investir.

3.39. Título do Capítulo X

COMENTÁRIO: Sugerimos a alteração do título do Capítulo com propósito de evitar confusão com a terminologia já utilizada na autorregulação da ANBIMA, a qual prevê que fundo restrito como “aquele destinado a um grupo determinado de investidores, que tenham entre si vínculo familiar, societário ou pertençam a um mesmo grupo econômico, ou que, por escrito, determinem esta condição”. Observamos que este conceito já é utilizado pela indústria desde 2004 quando foram implantadas as diretrizes de Marcação a Mercado, e entendemos que a redação proposta clarifica e separa os conceitos aplicados.

CAPÍTULO X – FUNDOS PARA INVESTIDORES QUALIFICADOS, PROFISSIONAIS E FUNDOS PREVIDENCIÁRIOS *RESTRITOS*

3.40. Fundos para Investidores Qualificados – Arts. 117 a 120.

COMENTÁRIO: Entendemos a preocupação da CVM ao prever no §1º, do Art. 117, que, para os fins da Instrução proposta, os fundos regulamentados por referida Instrução apenas serão considerados investidores qualificados se destinados exclusivamente a investidores qualificados. Porém, para evitar contradição entre diferentes disposições da instrução, sugerimos que seja inserido neste parágrafo esclarecimento de que esta regra não se aplica em relação às exceções estabelecidas pela própria Instrução, como é o caso da possibilidade trazida no Art. 98 de fundos destinados a investidores em geral aplicarem em cotas de fundos destinados a investidores qualificados.

Sugerimos também a exclusão do artigo 118, cujo caput foi realocado nas regras de transição, conforme item 2.4 deste ofício e o parágrafo único que segue no próximo item como sugestão para os fundos destinados a Investidores Profissionais.

Art. 117. (...) §1º Excepcionados os casos expressamente previstos nesta Instrução, para os fins desta Instrução, os fundos de investimento registrados especificamente sob seus termos só serão considerados investidores qualificados quando destinados exclusivamente a investidores qualificados.

~~*Art. 118. É permitida a permanência, em fundos para investidores qualificados, de cotistas que não se enquadrem nos requisitos previstos em norma específica, desde que tais cotistas tenham ingressado em concordância com os critérios de admissão e permanência anteriormente vigentes.*~~

~~*Parágrafo único. Podem ser admitidos como cotistas de um fundo para investidores qualificados os empregados ou sócios das instituições administradoras ou gestoras deste fundo expressamente autorizados pelo diretor responsável da instituição perante a CVM.*~~

COMENTÁRIO: Entendemos importante que a possibilidade trazida pelo inciso V do art. 119 seja restrita às operações realizadas diretamente pelo fundo e limitada ao valor da posição detida.

Art. 119. O fundo destinado exclusivamente a investidores qualificados, desde que previsto em seu regulamento, pode:

V – prestar fiança, aval, aceite ou coobrigar-se de qualquer outra forma, em nome do fundo, para operações direta ou indiretamente relacionadas à carteira do fundo, observados os limites desta Instrução, sendo necessária a concordância de cotistas representando, no mínimo, dois terços das cotas emitidas pelo fundo.

COMENTÁRIO: Como regra geral, a CVM permite que determinados ativos, incluindo as cotas de FIDCs e FIIs, sejam computados em dobro quando se trata de fundo destinado a investidores qualificados. Todavia, o §6º do art. 113 da Nova Instrução, ao não especificar que referida regra se destina somente a fundos não destinados exclusivamente a investidores qualificados deixa margem a entendimento de que mesmo fundos de cotas destinados a investidores qualificados deveriam observar o limite de 20%. Nesse contexto, sugerimos a exceção no artigo 120 observando adicionalmente os incisos I e II do artigo 98, por ser o artigo que trata especificamente do computo em dobro de ativos quando se trata de fundos destinados a investidores qualificados.

Art. 120. Os limites estabelecidos no inciso II do §8º, art. 96, e incisos I e II do art. 98 e §6º do art. 113 são computados em dobro nos fundos de investimento de que trata este Capítulo.

3.41. Fundos para Investidores Profissionais – Art. 121

COMENTÁRIO: Em consonância com o comentário realizado para o §1º do Art. 117, para evitar interpretações divergentes e contradição aparente entre diferentes disposições da norma, sugerimos que seja esclarecido, no §1º do Art. 121, que a regra por ele estabelecida não se aplica em relação às exceções previstas na própria Instrução, como é o caso da possibilidade de fundos em geral investirem em fundos classificados como Investimento no Exterior (Art. 110, I) ou de fundos destinados a investidores qualificados investirem em fundos destinados a investidores profissionais (Art. 116, §1º, II, conforme redação proposta pelo edital).

Art. 121.

§1º Ressalvadas as hipóteses previstas nesta Instrução, para os fins desta Instrução, os fundos de investimento registrados especificamente sob seus termos só serão

considerados investidores profissionais quando destinados exclusivamente a investidores profissionais.

COMENTÁRIO: Sugerimos que os profissionais das gestoras possam investir também em fundos para investidores profissionais, assim como os membros de uma mesma família ou sócios do investidor profissional, conforme nossa exposição no item 2.3.

§2º O regulamento do fundo destinado exclusivamente a investidores profissionais deve ser explícito no que se refere à exclusiva participação destes investidores.

§3º Podem ser admitidos como cotistas de um fundo para investidores profissionais investidores relacionados por vínculo familiar ou societário.

§4º Podem ser admitidos como cotistas de um fundo para investidores profissionais os empregados ou sócios das instituições administradoras ou gestoras deste fundo expressamente autorizados pelo diretor responsável da instituição perante a CVM.

3.42. Fundos para Investidores Profissionais – Art. 122

COMENTÁRIO: Nossa sugestão visa facilitar o entendimento da regra, no sentido de que os fundos para profissionais não estão sujeitos a nenhum dos limites e condições estabelecidos nos arts. 97 e 98. Adicionalmente conforme o disposto no art 113 do § 8, sugerimos que os FIs destinados a investidores profissionais também possam adquirir cotas de qualquer fundo de investimento registrado na CVM.

Art. 122. O fundo destinado exclusivamente a investidores profissionais pode, desde que previsto em seu regulamento, se utilizar as faculdades descritas nos incisos do art. 119 e, ainda, das seguintes:

I – não está obrigado a observar ~~os limites de concentração por emissor e por modalidade de ativo financeiro estabelecidos nos artigos 97 e 98;~~ e

II - (...); e

III – pode aplicar seus recursos em qualquer fundo de investimento registrado na CVM.

3.43. Encargos do Fundo – Art. 125

COMENTÁRIO: No inciso IX, sugerimos a inclusão do custo com registro de operações.

Quanto ao encargo inserido no inciso XIII, do art. 125 da Nova Instrução sugerimos a exclusão da redação, pois o objeto apresentado não configura uma despesa ao fundo e sim uma taxa paga ao fundo investidor, advinda de parcela da taxa de administração e performance, dispostas no inciso XII, e conforme observamos no item 3.24 deste ofício.

Em relação aos encargos que podem ser descontados dos fundos, no Relatório de Análise da audiência pública nº. 13/2013, a CVM entendeu pertinente o pleito da ANBIMA relacionado à possibilidade de ser contrato formador de mercado para o Fundo de Ações – Mercado de Acesso (“FIAMA”) constituído sob a forma de condomínio fechado e que tal despesa fosse incluída na lista de encargos do fundo. Na ICVM 549, resultado de referida Audiência Pública, foi inserida a possibilidade de ser contratado o formador de mercado no art. 95-B, porém, o rol do art. 99 que trata das despesas do fundo não foi alterado. Por esse motivo, solicitamos que seja inserido inciso no art. 125 da Nova Instrução com referida hipótese.

Incidentalmente, no mesmo relatório de análise, foi feito comentário acerca da permissão de mecanismo de recompra para fundos fechados em geral, não apenas aos FIAMA. No caso, a CVM reconheceu que o comentário era meritório e mencionou que o guardaria para futuras discussões sobre a Instrução CVM 409, o que ocorre no âmbito desta audiência. Na mesma linha, caberia considerar que a contratação de formador de mercado, cujos objetivos são similares aos do mecanismo de recompra, poderia ser utilizada para qualquer fundo de investimento constituído sob a forma de condomínio fechado. Assim, muito embora a redação sugerida tenha considerado o tratamento do formador de mercado somente para o FIAMA, solicitamos à CVM que considere a oportunidade de permitir: (i) a recompra de cotas de fundos fechados em geral sob a Nova Instrução, e (ii) a contratação de formador de mercado, com a correspondente despesa sendo considerada encargo do fundo, por qualquer fundo fechado regido pela Nova Instrução, independentemente de este ser um FIAMA.

IX – despesas com liquidação, registro e ou custódia de operações com títulos e valores mobiliários, ativos financeiros e modalidades operacionais, excluída a remuneração de que trata o art. 76, §2º, VI;

~~*XIII – os montantes devidos a fundos investidores na hipótese de concessão de desconto na taxa de administração, observado ainda o disposto no art. 83, §7º.*~~

XIV - honorários e despesas relacionadas à atividade de formador de mercado, para o Fundo de Ações – Mercado de Acesso constituído sob a forma de condomínio fechado.

3.44. Incorporação, Fusão, Cisão e Transformação – Art. 129

COMENTÁRIO: Solicitamos a exclusão da necessidade de serem encaminhados à CVM, na data de vigência dos eventos de cisão, fusão, incorporação e transformação, os documentos mencionados nos incisos IV e V do art. 129, tendo em vista que (i) atualmente há a indicação do número de registro em cartório no qual referidos atos foram registrados; e (ii) a disponibilização destes documentos no site público da CVM pode levar à identificação dos cotistas do fundo, trazendo implicações em relação à proteção e suas

informações bancárias.

Tendo em vista que as demonstrações contábeis dos eventos de cisão, incorporação, fusão ou transformação devem ser auditadas em até 60 (sessenta) dias da ocorrência do evento, conforme previsto no art. 128 da norma proposta, solicitamos que o envio destas demonstrações também seja realizado no prazo máximo de 60 (sessenta) dias.

Art. 129. Nos casos de cisão, fusão, incorporação e transformação, devem ser encaminhados à CVM, por meio do Sistema de Envio de Documentos disponível na página da CVM na rede mundial de computadores, na data do início da vigência dos eventos deliberados em assembleia:

I – novo regulamento;

II – comprovante da entrada do pedido de baixa de registro no CNPJ dos fundos encerrados por fusão ou incorporação;

III – lâmina devidamente atualizada, quando for o caso;

~~*IV – cópia da ata da assembleia geral de cotistas que aprovou a operação, registrada em cartório de títulos e documentos;*~~

~~*V – lista de cotistas presentes à assembleia de que trata o inciso IV;*~~

~~*VI – as demonstrações contábeis de que trata o art. 128.*~~

~~*Parágrafo Único: As demonstrações contábeis de que trata o art. 128 devem ser encaminhados à CVM, por meio do Sistema de Envio de Documentos disponível na página da CVM na rede mundial de computadores, no prazo máximo de 90 (noventa) dias, contados da data da efetivação dos eventos mencionados no caput.*~~

3.45. Liquidação e Encerramento do Fundo – Art. 132

COMENTÁRIO: Nos casos em que há ações judiciais pendentes (contra ou a favor do fundo) ou direitos/obrigações não prescritos (de titularidade do fundo ou de terceiros), a ausência de amparo legal para prorrogação do prazo de liquidação gera graves problemas de ordem prática. A princípio, os cotistas sucederiam o fundo em eventuais ações judiciais, tendo em vista a natureza condominial do fundo de investimento. Contudo, após a liquidação do fundo, dificilmente seria viável acionar antigos cotistas, seja para honrar dívidas advindas de eventuais condenações, seja para receber valores decorrentes de créditos originalmente devidos ao fundo. Em virtude disto, entendemos que a possibilidade de prorrogação do prazo para liquidação do fundo traria maior segurança jurídica para o mercado, como um todo – cotistas, contrapartes, prestadores de serviços do fundo, etc. Similarmente, (i) a eventual iliquidez da carteira do fundo, ou (ii) a existência de decisões judiciais que impeçam o resgate da cota por seu titular podem inviabilizar o cumprimento do prazo previsto no *caput* do artigo, justificando o acréscimo de exceção específica para tais situações.

Art. 132. Na hipótese de liquidação do fundo por deliberação da assembleia geral, o administrador deve promover a divisão de seu patrimônio entre os cotistas, na

proporção de suas cotas, no prazo máximo de 30 (trinta) dias, a contar da data da realização da assembleia.

§ 1º A assembleia geral deve deliberar acerca da forma de pagamento dos valores devidos aos cotistas.

§ 2º O auditor independente deve emitir parecer sobre a demonstração da movimentação do patrimônio líquido, compreendendo o período entre a data das últimas demonstrações contábeis auditadas e a data da efetiva liquidação do fundo, manifestando-se sobre as movimentações ocorridas no período.

§ 3º Deve constar das notas explicativas às demonstrações contábeis do fundo análise quanto a terem os valores dos resgates sido ou não efetuados em condições equitativas e de acordo com a regulamentação pertinente, bem como quanto à existência ou não de débitos, créditos, ativos ou passivos não contabilizados.

§ 4º O prazo previsto no caput deste artigo poderá ser prorrogado, de modo justificado, pelo administrador do fundo, nas seguintes hipóteses:

I – liquidez dos ativos integrantes da carteira do fundo incompatível com o prazo previsto no caput deste artigo;

II – existência de obrigações ou direitos de terceiros em relação ao fundo, ainda não prescritos;

III – existência de ações judiciais pendentes, em que o fundo figure no polo ativo ou passivo; ou

IV - decisões judiciais que impeçam o resgate da cota pelo seu respectivo titular.

COMENTÁRIO: A nosso ver, outro problema de ordem prática é a efetivação de liquidação de fundos de investimento com direitos sobre proventos a receber. A CVM, constatando essa dificuldade prática, nessas situações, admitiu a possibilidade de cancelamento de registro, o que, na prática, acarreta a transformação desses fundos em condomínio civil, nos termos da Deliberação CVM 571/2009 e da decisão da CVM no relatório do Processo Administrativo nº 2008/2081. Sucede, entretanto, que a manutenção da estrutura na forma de um condomínio civil gera um custo não desprezível para os cotistas (ex.: auditoria), que pode se estender por um tempo relativamente longo, a depender do prazo de pagamento dos proventos, e que poderia ser evitado. Assim, entendemos que, uma vez deliberada a liquidação pela assembleia de cotistas, seria razoável permitir expressamente a transferência aos cotistas ou a negociação, a valor de mercado, de eventuais proventos pendentes (a receber), de forma a viabilizar a liquidação do fundo, na prática.

§ 5º Caso haja na carteira do fundo provento a receber, será admitida, durante o prazo previsto no caput deste artigo:

I – a transferência dos proventos aos cotistas, observada a participação de cada cotista no fundo; ou

II – a negociação dos proventos pelo fundo, a valor de mercado.

3.46. Disposições finais e transitórias – Art. 137

DÚVIDA: Solicitamos à CVM, esclarecimentos em relação ao início da contagem do prazo para a guarda do documento mencionado no inciso I. Presumimos que a contagem deste prazo seja iniciada na data da realização do resgate total no fundo feita pelo investidor que assinou o documento referido no inciso I.

Art. 137. O administrador deve manter, pelo prazo mínimo de 5 (cinco) anos, ou por prazo superior por determinação expressa da CVM, em caso de processo administrativo, os seguintes documentos:

I – termo de adesão e ciência de riscos contendo as declarações referidas no art. 25, devidamente assinado pelo investidor;

3.47. Lâmina de Informações Essenciais e Demonstração de Desempenho – Comparativo de Rentabilidade – Anexo 41 e Anexo 55.

COMENTÁRIO: Solicitamos que a comparação de rentabilidade realizada em relação a um índice de renda fixa seja realizada conforme o parâmetro adotado pela regra atual da ICVM 409 (desempenho do fundo como % de seu índice de referência), tendo em vista que esta forma de divulgação não gera distorções para índices de renda fixa e é a forma pela qual o investidor já está habituado a realizar a comparação da rentabilidade do fundo em relação ao seu índice de referência. Entendemos que o parâmetro proposto pela Nova Instrução (contribuição em relação ao índice de referência) é o mais adequado em relação aos fundos que possuem índice de referência de renda variável, pois estes índices são mais voláteis e a divulgação da rentabilidade do fundo como percentual de seu índice de referência pode gerar distorções se o índice possuir desempenho menor que zero. Dessa forma, sugerimos que seja utilizado o novo critério proposto apenas para fundos que possuem índice de referência de renda variável. Adicionalmente, solicitamos que este mesmo pleito seja considerado em relação à alínea “c”, do item 7 da Lâmina, bem como em relação aos itens 2.1. e 2.2 da Demonstração de Desempenho (Anexo 55)

7- [HISTÓRICO DE RENTABILIDADE: (para todos os fundos, exceto os estruturados)]
OU [SIMULAÇÃO DE DESEMPENHO (para fundos estruturados)]
[para todos os fundos, exceto os estruturados]

- a. A rentabilidade obtida no passado não representa garantia de resultados futuros.
- b. Rentabilidade acumulada nos últimos 5 anos: [●]% [quando houver índice de referência: no mesmo período o [índice de referência] variou [●]%. A tabela abaixo mostra a rentabilidade do fundo a cada ano nos últimos 5 anos. [Se for o caso; O fundo obteve rentabilidade negativa em [●] desses anos.]
[Quando o fundo tiver sido constituído há menos de 5 anos, a rentabilidade acumulada deve ser calculada com base no período de operação do fundo. O investidor deve ser alertado, conforme segue: A rentabilidade acumulada e a tabela a seguir não engloba os últimos 5 anos porque o fundo não existia antes de [início de funcionamento].]

Ano	Rentabilidade (líquida de despesas, mas não de impostos)	Variação percentual do [índice de referência] (quando houver)	Em relação aos fundos que possuem índice de referência de renda variável: Contribuição em relação ao índice de referência (Rentabilidade do fundo – Rentabilidade do índice de referência) (quando houver) Em relação aos fundos que possuem índice de referência de renda fixa: Desempenho do fundo como % do [índice de referência] (quando houver)
[2012]			
[2011]			
[2010]			
[2009]			
[2008]			

COMENTÁRIO: Tendo em vista a alteração do critério de comparação do item 9 da Lâmina para 10%, solicitamos a exclusão da referência ao número base para o critério de 5%.

9. SIMULAÇÃO DE DESPESAS: utilize a informação a seguir para comparar o efeito das despesas em períodos mais longos de investimento entre diversos fundos: Assumindo que a última taxa total de despesas divulgada se mantenha constante e que o fundo tenha rentabilidade bruta hipotética de 10% ao ano nos próximos 3 e 5 anos, o retorno após as despesas terem sido descontadas, considerando a mesma aplicação inicial de R\$ 1.000,00 (mil reais), é apresentado na tabela abaixo:

Simulação das Despesas	[●+3 anos]	[●+5 anos]
Saldo bruto acumulado (hipotético - rentabilidade bruta anual de 10%)	R\$ 1.331,00	R\$ 1.610,51 1.276,28
Despesas previstas (se a TAXA TOTAL DE DESPESAS se mantiver constante)	R\$ [●]	R\$ [●]
Retorno bruto hipotético após dedução das despesas e do valor do investimento original (antes da incidência de impostos, de taxas de ingresso e/ou saída, ou de taxa de performance)	R\$ [●]	R\$ [●]

COMENTÁRIO: Em linha com o comentário anterior, solicitamos ajustar a referência do quadro do item 5 do Anexo 55 para 10%.

5. **SIMULAÇÃO DE DESPESAS:** utilize a informação a seguir para comparar o efeito das despesas em períodos mais longos de investimento entre diversos fundos:

Assumindo que a última taxa total de despesas divulgada se mantenha constante e que o fundo tenha rentabilidade bruta hipotética de 10% ao ano nos próximos 3 e 5 anos, o retorno após as despesas terem sido descontadas, considerando a mesma aplicação inicial de R\$ 1.000,00 (mil reais), é apresentado na tabela abaixo:

Simulação das Despesas	[●+3 anos]	[●+5 anos]
Saldo bruto acumulado (hipotético - rentabilidade bruta anual de 5 10%)	R\$ 1.331,10	R\$ 1.610,51
Despesas previstas (se a TAXA TOTAL DE DESPESAS se mantiver constante)	R\$ [●]	R\$ [●]
Retorno bruto hipotético após dedução das despesas (antes da incidência de impostos, de taxas de ingresso e/ou saída, ou de taxa de performance)	R\$ [●]	R\$ [●]

4. Considerações Finais

A reforma da Instrução CVM 409/04, é um tema de muito interesse dos nossos associados e se tornou, nos últimos meses, objeto de intensos debates nos organismos de representação da Associação. Conforme mencionado anteriormente, a nova Instrução para fundos de investimento propõe mudanças importantíssimas para o desenvolvimento da indústria no Brasil e a ANBIMA se sente muito honrada de participar e contribuir ativamente para esta grande reforma.

No entanto, para que os fundos de investimento desempenhem um papel cada vez mais relevante na poupança dos cidadãos brasileiros e no desenvolvimento do mercado de capitais, a ANBIMA, como principal representante desta indústria no Brasil, tem debatido outras questões, como assimetrias regulatórias e tributárias, melhor definição



das responsabilidades do gestor e do administrador, bem como o fortalecimento do processo de suitability como a principal ferramenta para a qualificação do investidor.

Nesse sentido, nos colocamos à disposição para o contínuo diálogo com a CVM e outros reguladores, sempre com o objetivo de contribuir para o melhor entendimento sobre a indústria de fundos brasileira e seu desenvolvimento seguro e sustentável.

Sendo o que se apresenta para o momento, aproveitamos o ensejo para reiterarmos nossos votos de alta estima e consideração.

Atenciosamente,
ORIGINAL ASSINADO POR

Robert J. Van Dijk

Vice-Presidente da ANBIMA e Presidente
do Comitê de Fundos de
Renda Fixa e Multimercado

Carlos Ambrósio

Vice-Presidente da ANBIMA e Vice-
Presidente do Comitê de Fundos de
Renda Fixa e Multimercado

Felipe Campos

Presidente do Comitê de Fundos de
Investimento em Ações da ANBIMA