

---

**Superintendência de Desenvolvimento de Mercado**

Rua Sete de Setembro n. 111, 23º andar  
20050-901 – Rio de Janeiro, RJ

Por email.

**Ref.:** Edital de Audiência Pública n. 04/2014

Prezados(as) Senhores(as):

Venho por meio desta apresentar-lhes meus comentários à minuta de instrução normativa sobre a constituição, administração, funcionamento e divulgação de informações dos fundos de investimentos.

Vejo positivamente a maior parte das mudanças na regulação dos fundos de investimento contempladas por V. Sa, e sendo assim proponho poucas mudanças de conteúdo. Além dessas, apresento também para vossa análise certas emendas de redação e organização, sempre na expectativa de contribuir para a construção de um texto legal de fácil e claro entendimento.

Agradeço desde já a consideração e coloco-me à disposição para esclarecer o que se fizer necessário.

Cordialmente,

Bruno Haack Vilar

[bhvilar@gmail.com](mailto:bhvilar@gmail.com)

---

## AUDIÊNCIA PÚBLICA CVM N. 04/2014

### COMENTÁRIOS POR BRUNO HAACK VILAR

**Comentário geral referente à linguagem (I):** nos verbos com conteúdo normativo (*poder, dever, observar, etc.*) optou-se por substituir o tempo futuro (usado na Instrução Normativa n. 409 e na maioria dos diplomas legais brasileiros) pelo tempo presente. Essa alteração fez com o que o texto soasse bastante estranho em alguns pontos. Recomenda-se manter o uso do verbo no tempo futuro, mais em linha com o padrão dos textos normativos brasileiros.

**Comentário geral referente à linguagem (II):** nos padrões da língua culta, o uso da expressão "*o mesmo*" e suas variações em substituição a pronomes relativos é considerado um vício de linguagem. Recomendamos eliminar o uso dessa expressão.

**Capítulo II – Definições:** a tradição jurídica brasileira é refratária às definições legais, uma técnica tipicamente norte-americana. Entendemos a necessidade de certas definições, que talvez pudessem ser mantidas, mas muitas das expressões definidas já o são em outras normas (como, por exemplo, "BDR" – inc. VII – conforme, principalmente, Instrução CVM n. 332) ou não carecem de qualquer definição (como "administrador" – inc. I; "cessão fiduciária" – inc. X; "quotista" – inc. XIV). Além disso, não há necessidade de referenciar-se definições feitas ao longo da norma; cabe ao intérprete ler a instrução como um todo. Com isso reduzir-se-ia significativamente a quantidade de definições e poder-se-ia incorporar aquelas que sejam realmente necessárias ao texto, eliminando-se esse capítulo. De toda sorte, considerando que essa recomendação pode não se acolhida, faremos certos comentários às definições.

**Art. 2º, V, "c" e "d"**<sup>1</sup>: entendemos que essas duas alíneas poderiam ser unificadas.

**Art. 2º, VI**: propomos emenda de redação: "*ativos financeiros no exterior: ativos financeiros negociados no exterior que tenham mesma natureza econômica ~~àquela reconhecida para ativos financeiros no Brasil~~ daqueles indicados no inciso V, acima*".

**Art. 2º, XXII**: definição desprovida de conteúdo, apta a ser eliminada.

**Art. 2º, XXX**: propomos emenda de redação: "*instituição intermediária: instituição integrante do sistema de distribuição de valores mobiliários ~~para~~ autorizada a realizar a distribuição de cotas*".

**Art. 2º, XXXIII**: definição desprovida de conteúdo, apta a ser eliminada.

**Art. 5º**: propomos emenda de redação: "*Da denominação do fundo deve constar a expressão "Fundo de Investimento", acrescida da referência à classificação do fundo, ~~observado que deve observar~~ o estabelecido na Seção VI do Capítulo IX*".

**Art. 10**: propomos emenda de redação: "*As informações ou documentos para os quais esta Instrução exija ~~a~~ "comunicação", "acesso", "envio", "divulgação" ou "disponibilização" ~~poderão~~, desde que expressamente previsto no regulamento do fundo, ser remetidos aos cotistas ~~por meio eletrônico~~ ou disponibilizados por meio de canais eletrônicos*".

**Art. 10, § 3º**: propomos emenda da redação: "*O fundo que se utilizar da faculdade do caput ~~pode~~ poderá enviar correspondências por meio físico aos cotistas que*

---

<sup>1</sup> Sempre que nos referirmos somente ao artigo é porque estamos nos referindo ao *caput*, ou, se cabível, ao artigo como um todo (a diferença certamente ficará clara no texto).

fizerem tal solicitação de forma expressa, ~~o~~o ~~caso~~caso ~~em que~~em que ~~de~~de ~~de~~de seu regulamento ~~de~~de especificar se os custos com o envio ~~das mesmas~~das mesmas ~~de tais~~de tais ~~correspondências~~correspondências serão suportados pelo fundo ou pelos cotistas que optarem por ~~tal~~tal ~~seu~~seu recebimento ~~dessa forma~~dessa forma".

**Art. 19, § 2º:** a redação do dispositivo não deixa claro se a suspensão do recebimento de novas aplicações por mais de um dia impede a reabertura posterior do fundo para aplicações.

**Art. 21:** propomos emenda de redação: "A distribuição de cotas de fundo fechado ~~destinado ao público em geral~~destinado ao público em geral ~~que não seja destinado exclusivamente a investidores qualificados ou profissionais~~que não seja destinado exclusivamente a investidores qualificados ou profissionais deve ser precedida de registro de oferta pública de distribuição, nos termos ~~de~~de ~~a~~a ~~instrução~~instrução específica ~~que regula ofertas públicas~~que regula ofertas públicas".

**Art. 22, 1º:** parece-nos que este dispositivo estaria melhor situado na Seção IV do Capítulo V, dedicada ao material de divulgação.

**Art. 22, § 1º, VIII:** propomos emenda de redação: "esclarecimento de que maiores informações e ~~as~~as cópias do regulamento podem ser obtidas nas instituições responsáveis pela distribuição ~~de~~de ~~as~~as cotas ou na página da CVM na rede mundial de computadores; e".

**Art. 22, § 2º:** este dispositivo parece estar deslocado, tendo em vista que o *caput* não trata de distribuições subsequentes. Talvez o sentido que se pretendia dar era de que o *caput* trata da primeira distribuição de cotas do fundo, e o § 2º, das distribuições subsequentes. Se for esse o caso, convém esclarecer.

**Art. 22, § 3º:** propomos emenda de redação: "Na hipótese de o administrador decidir alterar, durante o processo de distribuição de cotas, alguma das condições

previamente divulgadas, a distribuição deve ser suspensa ~~ser obtida forma a~~ a concordância dos subscritores com relação às novas condições deve ser obtida".

**Art. 22, § 4º:** Não está claro qual o período a ser considerado para fim de cálculo do valor integralizado para fins de devolução. Sendo assim, propomos a seguinte emenda: "Aos cotistas que dissentirem das alterações procedidas será assegurado o direito de obter a devolução do valor integralizado, acrescido proporcionalmente dos rendimentos auferidos pelas aplicações do fundo no período compreendido entre a aplicação e o envio do pedido de devolução, inclusive, líquidos de encargos e tributos".

**Art. 22, § 5º:** propomos emenda de redação: "~~Uma vez~~ Observado o disposto nos parágrafos anteriores, inclusive ~~com~~ a efetiva restituição dos valores aos cotistas dissidentes, deverá ser realizada, previamente ao reinício da distribuição, a correção dos documentos e informações do fundo, a partir da qual será contado novo prazo de distribuição".

**Art. 22, § 7º:** propomos emenda no mesmo sentido daquela proposta ao art. 22, § 4º: "Na hipótese do §6º, caso o número mínimo de cotas previsto não seja subscrito no prazo de distribuição, os valores integralizados devem ser imediatamente restituídos aos subscritores, acrescidos proporcionalmente dos rendimentos auferidos pelas aplicações do fundo no período compreendido entre a aplicação e o envio do pedido de devolução, inclusive, líquidos de encargos e tributos".

**Art. 22, § 8º:** propomos emenda no mesmo sentido daquela proposta ao art. 22, §§ 4º e 7º: "Caso não tenha havido distribuição total das cotas previstas e a deliberação da assembleia de cotistas não tenha fixado um número mínimo de cotas a serem subscritas, o subscritor das cotas pode optar entre permanecer no fundo ou receber a devolução do valor integralizado, acrescido proporcionalmente dos rendi-

mentos auferidos pelas aplicações do fundo no período compreendido entre a aplicação e o envio do pedido de devolução, inclusive, líquidos de encargos e tributos".

**Art. 22, § 10:** propomos emenda de redação: "A CVM, ~~em virtude de solicitação mediante requerimento~~ fundamentada, pode prorrogar o prazo previsto no §9º, por período no máximo igual ao prazo inicial".

**Art. 25, § 1º:** propomos emenda de redação: "O termo de adesão ~~deve~~deverá expor apenas os 5 (cinco) principais fatores de risco inerentes à composição da carteira do fundo, ~~e não excederá sendo que todo o documento deve ter no máximo 5.000 (cinco mil) caracteres, excluindo os espaços, observados e nos termos do art. 40, §5º desta Instrução~~".

**Art. 34, § 1º:** não está claro se o extrato referido neste dispositivo é o mesmo que deve ser fornecido aos quotistas por força do art. 55. Acreditamos que seria mais prático prever que o administrador deve enviar o extrato do art. 55 ao distribuidor, identificando individualmente os clientes deste.

**Art. 35:** propomos emenda de redação: "Previamente à realização das assembleias gerais de cotistas, o distribuidor que esteja atuando por conta e ordem de clientes deve fornecer aos clientes que assim desejarem declaração da quantidade de cotas por eles detidas, indicando o fundo, nome, firma ou denominação ~~social~~ do cliente, o código do cliente e o número da sua inscrição no Cadastro de Pessoas Físicas – CPF ou no Cadastro Nacional da Pessoa Jurídica – CNPJ, ambos do Ministério da Fazenda, conforme o caso, constituindo tal documento prova hábil da titularidade das cotas, para o fim de exercício do direito de voto".

**Art. 36:** entendemos que melhor seria prever que o contrato entre o fundo e o distribuidor deve prever que os clientes manterão seu investimento por conta e ordem até que os próprios clientes decidam pelo resgate das cotas. Os clientes (quo-

tistas) não deveriam ter sua situação alterada em decorrência da alteração do relacionamento entre o fundo e o distribuidor.

**Art. 40:** propomos emenda de redação: "*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 nas páginas do administrador e do distribuidor na rede mundial de computadores*".

**Art. 40, § 1º:** assim como acontece com a lâmina e o regulamento, entendemos que seria melhor se ao formulário de informações complementares fosse dedicada uma seção específica.

**Art. 40, § 2º:** propomos emenda de redação: "*O fundo que mencionar ou sugerir, ~~em seu regulamento, lâmina, ou em qualquer outro~~ material de divulgação, que tentará obter o tratamento fiscal previsto para fundos de longo prazo, mas sem assumir o compromisso de atingir esse objetivo, ou que irá fazê-lo apenas quando considerar conveniente para o fundo, deve incluir, dentre os fatores de risco de que trata o §1º, inciso IV, o risco do tratamento tributário perseguido, informando que o fundo persegue uma tributação de longo prazo, as consequências da perda do tratamento tributário perseguido, explicitando as alíquotas incorridas pelos cotistas em tais casos*". Ainda, caso a proposta relativa ao art. 40, § 1º não seja aceita, este parágrafo deveria ser transferido para a seção dedicada às regras gerais referentes a material de divulgação, pois atualmente encontra-se deslocado em meio a outros que tratam especificamente do formulário de informações complementares.

**Art. 40, § 4º, II:** não está claro a quem se refere o pronome demonstrativo "deste", na locução "deste gestor".

**Art. 40, 9º:** Adotando-se a proposta referente ao art. 40, § 1º (vide fl. 7), restariam no art. 40 apenas disposições relativas à disciplina geral da divulgação de informações, e esse parágrafo se tornaria desnecessário.

**Art. 43, I:** propomos emenda de redação: "~~a~~ *qualificação do administrador do fundo, com informação sobre o seu registro perante a CVM*".

**Art. 43, II:** propomos emenda de redação: "*quando for o caso, qualificação do gestor da carteira do fundo, com informação sobre o seu registro perante a CVM*".

**Art. 44, Parágrafo Único, I:** propomos emenda de redação: "*aumento ou alteração da forma ede cálculo das taxas de administração, de performance, de ingresso ou de saída*".

**Art. 46, III:** propomos emenda de redação: "~~envolver implicar em~~ *redução da taxa de administração*".

**Art. 55, IV e V; e §§ 5º e 6º:** entendemos que a demonstração de desempenho mereceria ser tratada em um artigo à parte, que concentraria as disposições sobre a matéria, atualmente dispersas no meio das outras disposições do art. 55.

**Art. 55, § 3º, I:** propomos emenda de redação: "30 (trinta) dias, improrrogáveis, nos fundos da classe "*Renda Fixa*" *de que tratam o § 2º do art. 103 e os §§ 1º, 2º e 3º do art. 105*". Note-se que o art. 105, § 2º faz referência ao art. 103, § 2º. Referências "de segundo grau" devem ser evitadas para facilitar a leitura e compreensão da norma.

**Art. 56:** propomos emenda de redação: "*O administrador está dispensado de cumprir a obrigação de que trata o disposto no inciso II do caput do art. 55 especificamente com relação aos cotistas que expressamente concordarem pelo não recebimento do extrato*".

**Art. 59, § 2º:** este artigo deveria prever um prazo para manutenção do fato relevante na página na *internet* do administrador e distribuidor do fundo. Recomenda-se o prazo mínimo de 3 (três) anos, igual ao da prescrição de eventuais ações reparatórias, conforme o art. 206, § 3º, IV do Código Civil<sup>2</sup>.

**Art. 65, VIII:** propomos emenda de redação: "a alteração do regulamento, ressalvado o disposto no art. 46".

**Art. 66, § 3º:** propomos aumentar o prazo de convocação para 15 dias, espelhando-se no art. 124, § 1º, II da Lei das S.A.<sup>3</sup> As assembleias de fundos costumam ser bastante esvaziadas; conceder aos cotistas um prazo um pouco mais alargado para se preparem para a participação nos conclaves poderia favorecer sua presença.

**Art. 68, Parágrafo Único:** a instrução deveria prever uma alternativa para o caso do administrador deixar de convocar a assembleia – como, por exemplo, a possibilidade do requerente solicitar ao administrador os dados e endereços de todos os quotistas e convocar a assembleia ele mesmo, por sua conta e ordem (podendo ser indenizado por seus custos, caso a assembleia assim entenda).

**Art. 72:** entendemos que esse artigo deve ser removido da minuta de instrução. Nas sociedades anônimas, a aprovação das contas isenta os administradores de responsabilidade<sup>4</sup>, mas, em contrapartida, responsabiliza aqueles que as aprovaram por seu voto, caso seu exercício tenha sido abusivo<sup>5</sup>. A redação da minuta, tal como se encontra, tornaria impossível responsabilizar quem quer que fosse pela

---

2 "Art. 206. Prescreve: [...] § 3º Em três anos: [...] V – a pretensão de reparação civil" (Código Civil).

3 "Art. 124. A convocação far-se-á mediante anúncio publicado por 3 (três) vezes, no mínimo, contendo, além do local, data e hora da assembléia, a ordem do dia, e, no caso de reforma do estatuto, a indicação da matéria. § 1º A primeira convocação da assembléia-geral deverá ser feita: II – na companhia aberta, o prazo de antecedência da primeira convocação será de 15 (quinze) dias e o da segunda convocação de 8 (oito) dias" (Lei das S.A.).

4 Lei das S.A., Art. 134, § 3º: "A aprovação, sem reserva, das demonstrações financeiras e das contas, exonera de responsabilidade os administradores e fiscais, salvo erro, dolo, fraude ou simulação (artigo 286)".

aprovação de contas equivocadas ou fraudulentas – administrador e gestor estariam exonerados de sua responsabilidade por força da própria aprovação, e ninguém teria exercido voto pelo qual pudesse ser responsabilizado.

**Art. 83:** propomos emenda de redação: "*O regulamento deve dispor sobre as taxas de administração, ~~taxa de performance~~, ~~bem como taxa de ingresso e saída~~, nos termos desta Instrução*".

**Art. 83, § 7º:** a redação deste parágrafo está confusa. De fato, não conseguimos extrair seu conteúdo normativo.

**Art. 84, § 3º, II:** não está claro se o pronome demonstrativo "esta" se refere à cota ou à aplicação.

**Art. 90, § 2º:** propomos emenda de redação: "*É vedado ao administrador, 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*".

**Art. 90, § 3º:** é necessário esclarecer que a exceção estabelecida por este parágrafo se refere unicamente ao rebate.

**Art. 96, § 3º:** este parágrafo é desnecessário, tendo em vista que o parágrafo anterior deixa claro que se aplica a fundos cujas carteiras sejam geridas pelo gestor ou por partes relacionadas ao gestor do fundo investidor.

**Art. 96, § 8º:** não nos parece haver qualquer fundamento para isentar os fundos de respeitar os limites por emissor e por modalidade de ativo financeiro simplesmente por se tratar de aplicação em ativos localizados no exterior. Veja-se o seguin-

---

5 Lei das S.A., Art. 115, § 3º: "O acionista responde pelos danos causados pelo exercício abusivo do direito de voto, ainda que seu voto não haja prevalecido".

te exemplo: segundo o art. 97, II da minuta, um fundo pode aplicar no máximo 10% de seu patrimônio líquido em ativos de uma determinada companhia aberta. Com a isenção conferida por este parágrafo, ele poderia aplicar 10% de seu patrimônio em ações da companhia no Brasil e 20% em ADRs da mesma companhia. O local da situação do ativo não altera de maneira relevante os riscos, e portanto não deveria afetar os limites de aplicação. Propomos a supressão deste inciso.

**Art. 97, § 1º, III:** recomenda-se utilizar a mesma definição constante no art. 116 da Lei das S.A.<sup>6</sup>, para evitar incoerências.

**Art. 97, § 1º, V:** não entendemos o fundamento deste inciso. O fato de 25% das ações de uma companhia circularem livremente no mercado não altera em nada o controle; de fato, há diversas companhias que cumprem esse requisito e têm um controlador definido – por exemplo, Itaúsa e Metalúrgica Gerdau. Além disso, o *free float* mínimo de 25% não interfere em nada no exercício do controle, que é pleno e inquestionável com 50% mais uma das ações com direito de voto. Propomos a supressão deste inciso.

**Art. 98, II, "d" e "e":** o conteúdo dessas alíneas parece ser o mesmo.

**Art. 99, § 5º:** este parágrafo parece estar deslocado. Considerando que o conceito de "principal fator de risco" é fundamental para determinar-se a classificação do fundo, nos parece que seu lugar correto seria no art. 103.

**Art. 106, § 4º:** propomos emenda de redação: "*O disposto no § 2º não-se aplica aos BDR classificados como nível I, exceto para fundos que atendam aos requisitos do § 3º deste artigo*".

---

6 Lei das S.A., Art. 116: "Entende-se por acionista controlador a pessoa, natural ou jurídica, ou o grupo de pessoas vinculadas por acordo de voto, ou sob controle comum, que: **a)** é titular de direitos de sócio que lhe assegurem, de modo permanente, a maioria dos votos nas deliberações da assembléia-geral e o poder de eleger a maioria dos administradores da companhia; e **b)** usa efetivamente seu poder para dirigir as atividades sociais e orientar o funcionamento dos órgãos da companhia".

**Art. 112:** propomos emenda de redação: "~~O fundo de investimento pertencente a alguma das categorias de que tratam as subseções I, III e IV~~Os fundos de renda fixa, de investimento no exterior e multimercado que realizarem aplicações em quaisquer ativos ou modalidades operacionais de responsabilidade de pessoas físicas ou jurídicas de direito privado, exceto no caso de ativos financeiros listados no inciso I do § 1º do art. 106, ou de emissores públicos diferentes da União Federal que, em seu conjunto, exceda o percentual de 50% (cinquenta por cento) de seu patrimônio líquido, devem observar as seguintes regras, cumulativamente àquelas previstas para sua classe".

**Art. 112, II:** "destaques necessários" é uma expressão sem qualquer conteúdo normativo, na medida em que não define minimamente o que é considerado "necessário". Sugerimos especificar.

**Art. 113, § 1º, IV:** propomos emenda de redação: "cotas de fundos de investimento classificados como "Renda Fixa" que atendam ao disposto no § 2º do art. 103 ou nos §§ 1º, 2º e 3º do art. 105, observado que, especificamente no caso do § 2º do art. 103, desde que o respectivo indicador de desempenho (benchmark) escolhido seja a variação das taxas de depósito interfinanceiro ("CDI") ou SELIC".

**Art. 113, § 5º, I e II:** entendemos que não há razão para impedir os fundos de investimento em cotas de fundos de investimento ("**FIC**") classificados como "Ações" de investir em fundos de investimento em participações ("**FIP**") ou fundos de investimento em cotas de fundos de investimento em participações ("**FICFIP**"), mormente quando o § 9º deste artigo limita os investimento de FIC em cotas de fundos de investimentos destinados exclusivamente a investidores qualificados (caso dos FIP e FICFIP) a 20% do patrimônio líquido daquele. A CVM e outras entidades, através do Comitê de Ofertas Menores, vêm trabalhando para criar um mercado de capitais mais robusto para empresas de médio e pequeno porte. A autorização para que FIC Ações invistam em FIP e FICFIP ampliaria o capital disponível para essas médias e

pequenas empresas, incentivando esse mercado e a criação de novas companhias abertas (tendo em vista que uma parcela muito significativa das companhias que abrem seu capital receberam antes o investimento de FIPs). Os riscos de investimentos em FIPs e FICFIPs não difere muito do risco de investimento em ações, considerando que ambos são, diretamente ou indiretamente, investimentos de capital. A diferença primordial entre os investimentos em companhias abertas e fechadas é a falta de liquidez destes; quando o investimento ocorre através de um FIP ou FICFIP, todavia, esse risco é substancialmente reduzido, tendo em vista que a liquidez em questão passa a ser das cotas do FIP ou FICFIP investido, e não a das ações da companhia que recebeu diretamente o investimento do FIP. Ainda que admitamos que o investimento em companhias fechadas sempre importa um risco maior (devido à limitada transparência, p.e.), a limitação do investimento em FIPs e FICFIPs a 20% do patrimônio líquido do FIC (imposta pelo § 9º deste artigo) nos parece suficiente para atingir o propósito de evitar uma superexposição dos FIC Ações a esses riscos. Sendo assim, propomos que a exceção do § 7º seja estendida também para os fundos de ações.

**Art. 133:** entendemos que para o bom exercício das funções fiscalizatórias da CVM seria conveniente que os fundos enviassem também a lista de quotistas presentes à assembleia e o parecer do auditor referido no art. 132, § 2º, quando aplicável. Seria uma obrigação pouco onerosa para os fundos e que permitiria agilizar a investigação de eventuais irregularidades. O Parágrafo Único deste artigo teria que ser alterado para adequar-se a inclusão da norma proposta.

**Art. 140:** sugerimos que se admita também o armazenamento em microfilme. Apesar de parecer um método antiquado, é bastante eficiente.