



RELATÓRIO DE ANÁLISE

Audiência Pública SDM nº 06/2011 – Processo CVM nº RJ-2011-2081

Objeto: Alteração da Instrução CVM nº 409, de 18 de agosto de 2004 – demonstração de desempenho, lâmina de informações essenciais, gestão de risco de liquidez, divulgação de informações e voto do gestor

1. Introdução

O presente relatório é resultado da Audiência Pública nº 06/11, que recebeu comentários do público entre os dias 7 de abril e 9 de maio de 2011. A referida audiência previu a edição de Instrução que altera a redação da Instrução CVM nº 409, de 18 de agosto de 2004, que dispõe sobre a constituição, a administração, o funcionamento e a divulgação de informações dos fundos de investimento.

A Minuta propôs: (i) a introdução de um informe padronizado sobre rentabilidade, taxas e despesas, chamado demonstração de desempenho; (ii) a padronização da lâmina de informações essenciais; (iii) a inserção de regras mais prescritivas sobre o monitoramento dos níveis de liquidez das carteiras dos fundos de investimento; (iv) a introdução de princípios aplicáveis à prestação de informações já estabelecidos em outros normativos da CVM; e (v) o direito de voto do gestor da carteira de ativos do fundo.

Para melhor descrever e comentar as manifestações dos participantes, este relatório é dividido da seguinte forma: (i) introdução; (ii) participantes; (iii) comentários à Minuta; (iv) comentários ao Anexo III; (v) comentários ao Anexo IV; (vi) sugestões não relacionadas com o objeto da audiência pública nº 06/11; e (vii) proposta definitiva de instrução.

Este relatório foi elaborado pela Superintendência de Desenvolvimento de Mercado - SDM, com o objetivo de apresentar ao Colegiado da CVM as sugestões recebidas na Audiência Pública nº 06/2011. Seu conteúdo reflete a opinião e as interpretações de tal Superintendência e não necessariamente as da CVM. Este relatório não é aprovado pelo Colegiado ou por outras Superintendências da CVM.



2. Participantes

Participaram da audiência pública:

- i. ANBIMA - Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais;
- ii. AMEC - Associação de Investidores no Mercado de Capitais;
- iii. Banco Brascan;
- iv. Caixa Econômica Federal - CEF;
- v. Luiz Francisco Rogé Ferreira;
- vi. Machado Meyer Sendacz Opice Advogados;
- vii. Polo Capital;
- viii. Proteste - Associação de Consumidores;
- ix. Spalding Advocacia Empresarial; e
- x. Theodoro Messa.

Houve ainda um participante que solicitou que a autoria de seus comentários fosse mantida como reservada. Neste relatório, ele é referido pelo termo “[Sob sigilo]”.

3. Comentários à Minuta

3.1 Comentários Gerais

3.1.1 Uso da expressão “ativos financeiros”

O Machado Meyer salienta que, mesmo após a adoção das mudanças propostas, em várias passagens da Instrução CVM nº 409, de 2004, permaneceria o emprego da expressão “ativos” onde deveria constar “ativos financeiros” por haver referência aos ativos nos quais os fundos podem investir (art. 2º).

Dessa forma, o participante solicita que seja considerada eventual revisão da Instrução para complementar as expressões “ativos” por “ativos financeiros”, a exemplo do art. 2º § 2º; art. 16, **caput** e § 5º; art. 40, incisos II e XII e §§ 5º e 6º; art. 41, XVI; art. 42; art. 65-B, § 1º, inciso I; art. 71, § 2º; art. 72; art. 95-B, § 1º, inciso I e §§ 2º e 3º e art. 98, inciso II.

Com relação aos títulos e valores mobiliários, requer a revisão da norma para adequar o emprego da expressão “títulos e valores mobiliários” substituindo-a por “ativos financeiros” onde



ainda houver referência aos ativos nos quais os fundos podem investir (art. 2º), a exemplo do art. 60 e do art. 110, inciso I.

A contribuição é pertinente e está refletida na norma.

3.1.2 Criação de nova norma

O Brascan sugere a criação de nova norma, com um texto limpo e que substitua a atual Instrução CVM nº 409, de 2004.

A CVM considera que as alterações em tela não demandam a preparação de nova norma. No entanto, a CVM reconhece que esse projeto de alteração modifica significativamente a Instrução CVM nº 409, de 2004, tendo determinado a republicação da norma, com as modificações nela realizadas desde a sua entrada em vigor, conforme dispõe o art. 25 do Decreto nº 4.176, de 28 de março de 2002.

3.1.3 Classificação de fundos

Segundo a Proteste, a renomeação das subclassificações pela Associação Nacional dos Bancos de Investimento – ANBID, em 2009 representou um retrocesso em relação à transparência ao investidor.

A Proteste considera que, com as atuais subclassificações dos fundos, não fica explícito para o investidor se o fundo é alavancado ou não. No entender do participante, essa informação é essencial e, quanto mais clara e explícita estiver, melhor será para o investidor. A Proteste considera, inclusive, que os atuais **warnings** existentes na Instrução CVM nº 409, de 2004, não seriam um alerta suficiente para o cotista.

A adoção da lâmina no formato proposto obriga o administrador a inserir explicitamente o limite de alavancagem a que o fundo está submetido, além de informar a classificação de risco do produto (item 3.b), avanço que a CVM acredita atender à preocupação do participante.

3.2 Pedido de registro: art. 8º

A ANBIMA sugere a inserção de um parágrafo informando que os itens 5, 7, 8 e 9 do Anexo III estarão dispensados de apresentação nas lâminas enviadas à CVM quando do registro do fundo,



nos termos do inciso VIII. Segundo o participante, as dispensas já estão previstas na lâmina como notas de rodapé, mas julga conveniente a formalização no corpo da norma.

A sugestão foi considerada pertinente e está refletida no novo parágrafo único do art. 8º, que estabeleceu a mesma dispensa para todo o primeiro ano de funcionamento dos fundos.

[Sob sigilo] pondera que, caso o fundo seja destinado a investidores qualificados, a elaboração da lâmina não será necessária, de modo que tal documento não deve integrar o pedido de registro. Em relação ao artigo 110, inciso II, sugere ainda que seja incluída expressamente a possibilidade de dispensa de elaboração da lâmina no caso de fundo destinado a investidores qualificados. Por este motivo, o participante sugere a seguinte redação para o inciso VIII do art. 8º:

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

VIII- lâmina elaborada de acordo com o Anexo III desta instrução, ressalvado o disposto no art.110, inciso II.”

Em consonância, o Machado Meyer pondera que esse requisito contradiz o comando do artigo 40-A, que indica que a lâmina será obrigatória apenas a fundos abertos que não sejam destinados exclusivamente a investidores qualificados. Assim, o participante propõe que a lâmina seja “*elaborada de acordo com o Anexo III desta Instrução quando tratar de fundos abertos que não sejam destinados exclusivamente a investidores qualificados*”.

As sugestões foram consideradas pertinentes. A CVM alterou a redação do dispositivo e acredita ter atendido à preocupação dos participantes.

3.3 Pagamento de resgate em ativos financeiros: art. 16, inciso III

O Machado Meyer entende que o inciso poderia ser complementado para permitir também a possibilidade de pagamento de resgate em outros ativos da carteira do fundo e não apenas aqueles definidos como ativos financeiros, nas hipóteses em que o fundo venha a receber tais ativos em carteira por qualquer motivo.

A sugestão não foi aceita, dado que a carteira do fundo somente pode ser composta pelos ativos financeiros elencados no art. 2º.



3.4 Documentos obrigatórios: art. 30

A ANBIMA sugere que o prospecto seja eliminado da norma, uma vez que o documento não consta do rol, descrito na nova redação do art. 30, a ser disponibilizado ao cotista não considerado qualificado, tampouco se destina ao investidor qualificado, por já haver previsão de dispensa de elaboração do prospecto, desde que previsto no regulamento do fundo.

A coexistência de três documentos – lâmina, prospecto e regulamento – na opinião da entidade, aumentaria substancialmente o risco operacional, com possíveis divergências de informações e atualizações em épocas distintas, o que elevaria os custos da indústria, sem haver uma contrapartida em benefícios ao investidor na mesma proporção.

A Spalding também considera possível a eliminação do Prospecto com a introdução da lâmina, que então se tornaria o documento “*primordial a ser entregue ao investidor.*”

O participante analisou as semelhanças entre as exigências do prospecto (art. 40) e do regulamento (art. 41) e concluiu que “*dos 16 (dezesesseis) itens do atual prospecto, apenas 05 (cinco) - e a parte final do item VI - não se repetem no regulamento, sendo que, desses, um é facultativo (item XIV - rating) e, quando existente, usualmente também aparece no regulamento*”. A lâmina, nos termos em que foi proposta, prevê diversos itens relevantes que hoje constam obrigatoriamente do prospecto, como objetivos do fundo, público alvo, e política de investimentos.

O projeto da lâmina buscou a criação de um documento mais objetivo, para a fácil identificação dos pontos mais importantes pelos investidores de varejo. A adição de inúmeros **disclaimers**, por exemplo, foi evitada, para não tornar o documento excessivamente longo.

Buscou-se o enfoque informacional ao invés do enfoque jurídico dado a outros documentos obrigatórios. Assim, o documento simplificado funcionará junto com o prospecto e o regulamento, e não tem como função principal, neste momento, substituir o prospecto. Pode-se dizer, entretanto, que há possível mérito na sugestão, mas tal modificação demandaria um projeto mais abrangente de reforma da instrução, que está fora do escopo desta audiência pública.

De acordo com o novo § 3º do art. 30, a CVM deixou claro que o prospecto deve ser colocado à disposição dos cotistas pelo administrador do fundo, o que pode ocorrer por meio de sua página na **internet**, não sendo necessária, no entanto, a sua entrega aos cotistas juntamente com os demais documentos.



Para a CEF, “o comando de entrega do Regulamento, Prospecto e Lâmina é obrigatório pelo texto da norma. Assim, é interessante aos participantes que o investidor ateste mediante termo o seu recebimento, que se trata de prova do cumprimento da norma perante o regulador.”

[Sob sigilo] sugere que seja mantida a redação anterior no **caput** deste artigo, de modo que o investidor declare ter recebido o prospecto. Na opinião do participante, as informações contidas em tal documento são relevantes para que o investidor possa tomar uma decisão de investimento consciente.

Ademais, sugere que seja mantida a redação anterior no § 2º deste artigo, uma vez que nem o prospecto nem a lâmina são documentos obrigatórios para todos os tipos de fundos.

Para o Machado Meyer, a nova redação do art. 30 suprimiu o prospecto da documentação que o cotista ingressante deve receber. Entretanto, a redação proposta conflita com a nova redação do art. 40, que prevê a figura do “prospecto, se houver, e da lâmina, se houver”, e do art. 73, inciso III, o qual indica que os “materiais de divulgação devem mencionar a existência da lâmina e do prospecto, quando houver.”

A ANBIMA, por sua vez, observa que, caso a Comissão opte pela manutenção do prospecto, a redação do § 2º do art. 30 deveria ser a seguinte: “o regulamento, a lâmina e, se for o caso, o prospecto deverão ser entregues pelo administrador em suas versões vigentes e atualizadas”.

Tendo sido mantido o prospecto no rol de documentos constantes da instrução, e em vista dos diversos comentários e sugestões recebidas, a CVM esclarece que manteve a obrigatoriedade de entrega aos cotistas apenas do regulamento e da lâmina. Já o prospecto deve ficar disponível aos investidores.

A Spalding salienta que há a possibilidade de um conflito de interpretação entre a nova versão do inciso I do art. 30 não só com seu § 2º, mas também com o inciso I do art. 36, eis que os dois últimos mencionam o prospecto, não inserido no primeiro.

O participante tem razão quanto ao possível conflito de interpretação, e a CVM alterou o dispositivo, afastando tal situação.



3.5 Regras gerais sobre divulgação de informação: art. 38-A a 38-H (Seção IV-A)

A CEF argumenta que os dispositivos da seção IV-A poderiam ser trazidos em conjunto com os novos preceitos do art. 73 acerca do material de divulgação.

Em que pese o mérito da sugestão, considerou-se relevante manter tais dispositivos próximos aos que tratam da lâmina, onde foram propostos inicialmente na minuta.

Para o Machado Meyer, a redação dos artigos da seção IV-A poderia ser condensada em um só artigo, organizado por incisos e parágrafos, em razão de sua matéria e conteúdo.

Com relação às obrigações descritas no art. 38-A, o participante salienta que o trecho “não induzir o investidor a erro” é desnecessário, pois redundante com os demais comandos da seção. Ademais, a proposta do art. 38-H já contém, de forma indireta, o comando segundo o qual as informações devem evitar a indução de erro, cabendo à CVM o julgamento sobre o tema.

Adicionalmente, sugere que a redação proposta no art. 38-C seja complementada, de forma que apenas informações obrigatórias recebam o tratamento abrangente, equitativo e simultâneo aos demais cotistas, pois se mantida a redação proposta, é possível interpretar que uma consulta realizada por um cotista individualmente deva ser respondida abertamente a todos os demais. Tal ajuste seria obtido com a alteração do **caput** do art. 38-A.

Quanto ao proposto para o art. 38-A, foi mantida a redação proposta, mais explícita e compatível com a utilizada nas normas mais recentes da CVM (vide Instruções CVM nº 400, de 2003 e 480, de 2009).

Com relação à redação proposta para o art. 38-C, cabe esclarecer que a interpretação dada pelo participante sobre a redação atual no caso de consultas individuais não prospera, desde que não se enquadre nos casos previstos nos arts. 68, § 3º, e 72 da Instrução CVM nº 409, de 2004. Dessa forma, a sugestão não foi aceita e a redação foi mantida.

A ANBIMA sugere modificações nos arts. 38-A e 38-B, eliminando os termos “completas”, “simples” e “concisa”. Tais expressões, segundo o participante, trazem uma considerável dose de subjetividade à norma, podendo gerar incerteza jurídica em determinadas situações. Ademais, sugere que a seção IV-A seja deslocada para o capítulo VII, que trata de divulgação de informações e rentabilidades.



A sugestão não foi aceita, pois a CVM entende que tais termos são importantes por guardar coerência e consistência com o que já se encontra previsto em outras normas (vide Instruções CVM nº 400, de 2003 e 480, de 2009).

[Sob sigilo] sugere modificações nos arts. 38-D, E e F. No caso do art. 38-D, a modificação é pontual, com a eliminação da palavra “úteis”, considerada subjetiva pelo participante.

Com relação ao art. 38-E, o participante sugere que o texto da Instrução deixe mais claro que é do administrador do fundo a responsabilidade por não divulgar as informações que assegurem ou sugiram resultados: *“As informações relativas ao fundo divulgadas pelo Administrador não podem assegurar ou sugerir a existência de garantia de resultados futuros ou isenção de risco para o investidor”*.

A redação sugerida para o parágrafo único do art. 38-F é baseada no entendimento já adotado pela ANBIMA e pelo mercado, segundo o participante. Nesse sentido, *“as informações factuais devem vir acompanhadas da indicação de suas fontes, ressalvados parâmetros ou indicadores econômicos de mercado, volatilidade e índice de Sharpe”*.

Como já afirmado, a CVM entende que há necessidade de manutenção dos termos propostos, que guardam coerência e consistência com o que já se encontra previsto em outras normas (Instruções CVM nº 400, de 2003 e 480, de 2009).

Com relação à proposta para o art. 38-E, as informações ali previstas podem ser divulgadas pelos distribuidores do fundo ou até pelo gestor em certas circunstâncias, sendo necessário portanto que aquela regra se aplique a todos.

Já no que se refere à proposta para o art. 38-F, entendemos que, mesmo no caso de parâmetros ou indicadores de mercado, cabe a identificação da fonte.

3.6 Prospecto: art. 40

ANBIMA e CEF sugerem ajustes nos avisos constantes dos incisos I e II do § 2º, bem como no **caput** e nos incisos I e II do art. 115 (que trata da mesma matéria no caso dos fundos de investimento em cotas – FIC). Também apontam que a expressão “derivativos” foi suprimida na nova redação do § 2º do art. 40, mas mantida na redação do **caput** do art. 115.



As inconsistências apontadas foram corrigidas nos avisos constantes dos incisos I e II do § 2º do art. 40, bem como no **caput** e nos incisos I e II do art. 115.

Para o Spalding, a expressão “derivativos” deveria retornar ao texto da Instrução CVM nº 409, de 2004, acrescentando outras operações que induzem situações semelhantes e merecem a mesma atenção. O importante seria especificar os casos em que os aportes são significativos para, nesses casos, tornar obrigatória a inclusão dos avisos.

O objetivo da mudança é abarcar outras operações além daquelas que usem derivativos. O retorno do termo “derivativos” reduziria indevida e excessivamente a abrangência da nova redação do aviso. Definir com números uma “significativa perda patrimonial” ou descrever todas as hipóteses de estratégias que poderiam implicar essas perdas parece inviável.

Assim, consideramos que a pertinência do aviso para cada fundo depende de uma avaliação do seu administrador.

3.7 Lâmina de Informações Essenciais: art. 40-A

Segundo [Sob sigilo], existem fundos que são destinados a investidores não considerados qualificados, porém destinados a investidores restritos. O participante sugere que se excetuem esses casos, em vista dos custos operacionais decorrentes da elaboração da lâmina, com a seguinte sugestão para o **caput**:

“O administrador de fundo aberto que não seja destinado exclusivamente a investidores qualificados deve elaborar uma Lâmina de informações essenciais na forma do Anexo III a esta Instrução, ressalvados os fundos cujo público-alvo esteja restrito a outros fundos administrados e/ou geridos pelo mesmo administrador e/ou gestor da carteira e pessoas a eles ligadas.(...)”

A sugestão do participante criaria uma indesejável isenção da obrigação de preparação da lâmina para fundos máster nas estruturas **master-feeder**. Entendemos que o correto seria o investidor do **feeder** ter acesso à lâmina do máster também, além daquela do próprio **feeder**.

Assim, a sugestão não foi acatada.



Para o Machado Meyer, a redação do art. 40-A, inciso IV, alínea “c” indica que as informações a serem inseridas na lâmina devem ser consistentes com o conteúdo da lâmina e do prospecto.

Entretanto, caso o fundo esteja dispensado de elaborar prospecto, a redação não se apresentará tecnicamente adequada, motivo pelo qual o participante sugere a inserção da expressão “*se houver*” ao final do dispositivo. Sugere também a exclusão da alínea “a” do inciso IV.

Não há possibilidade de um fundo destinado para investidores de varejo não apresentar prospecto. Portanto, a sugestão não foi acatada.

Também não foi possível atender a sugestão de exclusão da alínea “a” do inciso IV, pois a manutenção da ordem das informações é um pilar da estrutura do novo documento, sendo imperativa para garantir a fácil comparação entre lâminas de fundos administrados por instituições diferentes.

3.8 Atualização da lâmina: art. 40-B

ANBIMA, CEF e [Sob sigilo] encaminharam propostas com relação ao prazo para atualização da lâmina. Para a CEF, a exigência do prazo de 5 dias úteis deve ser eliminada do art. 40-B.

Tal proposta se deve à existência de dados cuja divulgação oficial ocorre em data posterior ao 5º dia útil do mês, especialmente com relação aos eventuais **benchmarks** do fundo, o que pode comprometer o atendimento do prazo legal.

Para a ANBIMA, a razão da proposta de aumento do prazo para 7 dias úteis é a racionalização dos recursos operacionais das instituições que já possuem uma carga de relatórios e documentos para entrega até o quinto dia útil de cada mês. A extensão do prazo tende a minimizar os impactos operacionais, bem como reduz a necessidade de aumento de custos, sem prejuízo da informação aos cotistas.

[Sob sigilo] sugere que a lâmina seja atualizada até o 10º dia útil de cada mês, por razões operacionais e sobrecarga de trabalho no início de cada mês.

As sugestões foram consideradas pertinentes e a CVM adotou o envio até o dia 10 do mês subsequente, uniformizando-o com os demais prazos previstos na Instrução CVM nº 409, de 2004.



Com relação ao parágrafo único, o Machado Meyer entende que o prazo deveria passar de “na mesma data” para “até 2 (dois) dias úteis”, devido à dificuldade prática da exigência.

Por se tratar de um documento eletrônico, a dilatação do prazo não foi considerada necessária, sendo mantida a previsão original.

Por fim, a Spalding salienta que existe na regulação da lâmina e do prospecto uma questão importante de incompatibilidade com os prazos de divulgação estipulados nos arts. 68 e 75 da Instrução CVM nº 409, de 2004, que precisa ser esclarecida e ajustada.

O art. 75 exige um mínimo de seis meses de operação do fundo para a primeira divulgação de rentabilidade. Entretanto, conforme a redação do artigo 79-A, a seção não se aplica à lâmina. Assim, esta será preparada também no período inicial de operação do fundo.

No caso do art. 68, conforme proposto no inciso I do § 4º, a preparação da demonstração de desempenho se torna obrigatória somente após o primeiro ano de operação do fundo, prazo que não conflita com a restrição de divulgação de rentabilidade estabelecida do art. 75.

3.9 Entrega e divulgação da lâmina pelo administrador: art. 40-C

Para o Machado Meyer, o **caput** do art. 40-C deve ser complementado com a expressão “quando aplicável”. Além disso, a obrigação do inciso I (entrega da lâmina) deve referir-se à sua última atualização.

A seção VI trata exclusivamente da lâmina. Assim, o art. 40-C se vincula à obrigação trazida pelo art. 40-A, sendo desnecessária a expressão “quando aplicável”. No que se refere à atualização, tal previsão encontra-se no art. 30, § 2º.

A ANBIMA sugere a substituição do verbo “enviar” no parágrafo único do referido artigo, por “disponibilizar”. O uso do verbo “enviar” remete ao ato de envio efetivo da lâmina por e-mail ao cotista. Existe, entretanto, a possibilidade de o cotista não possuir um endereço de e-mail ou não querer divulgá-lo ao administrador ou distribuidor, impossibilitando o cumprimento da norma. Com o uso do verbo “disponibilizar”, entende-se que a norma já se refere à prática atual de fazer o investidor passar pelo prospecto antes de efetivar sua aplicação.

Para a CEF, a redação do art. 40-C e seus incisos, bem como a inovação trazida ao art. 36 pelo inciso I, já tratam da obrigatoriedade da entrega da lâmina ao investidor, independentemente do



meio utilizado para aplicação. Sendo assim, sugere que o documento seja disponibilizado no ambiente de aplicação via internet e que o cliente faça eletronicamente uma manifestação de ciência do conteúdo.

A CVM decidiu manter a obrigatoriedade de envio da lâmina ao cotista.

Entretanto, a Comissão entendeu razoável a retirada do parágrafo único, uma vez que o inciso I do art. 40-C permanece válido para qualquer forma de aplicação no fundo, podendo o envio ser feito em meio físico ou eletrônico, conforme o disposto no art. 123 da Instrução CVM nº 409, de 2004.

A CVM considera importante que o cotista se familiarize com o documento desde seu ingresso no fundo, não bastando para tanto a mera disponibilização do documento, neste primeiro momento.

3.10 Gestão de risco de liquidez - disposições obrigatórias do regulamento: art. 41

O Machado Meyer entende que a redação do inciso XIX deveria ser ajustada para fazer referência à gestão da liquidez da carteira e não do risco de liquidez, que já está contemplado no inciso XVIII.

A sugestão é parcialmente pertinente, pois o gerenciamento do risco de liquidez (nova seção IV-B) é um componente da política de administração de riscos do fundo. Assim sendo, a exigência de menção aos procedimentos de administração de risco de liquidez já está de fato contida no inciso XVIII do art. 41. O texto da minuta foi alterado com a retirada do inciso XIX da minuta. No entanto, dada a importância desse tipo de risco, a CVM optou por manter a menção a ele na redação do inciso XVIII, chamando a atenção do administrador para a descrição da sua política de gerenciamento de risco de liquidez.

Por igual razão, o novo inciso XVII do art. 40, que fazia a mesma exigência no caso do prospecto, também foi eliminado, sendo incorporado ao inciso X daquele artigo.

3.11 Exercício do direito de voto pelo gestor: art. 56, § 2º

A AMEC sugere duas alternativas para o inciso II do § 2º. Na primeira proposta, explicita que o gestor deve ter poderes para “*exercer o direito de voto, por seus representantes legais ou por*



procurador constituído por outorga de mandato, decorrente dos ativos financeiros detidos pelo fundo, observado o disposto no regulamento”.

Na segunda, o gestor poderia *“exercer o direito de voto decorrente dos ativos financeiros detidos pelo fundo, observado o disposto no regulamento, podendo inclusive constituir procurador com outorga de mandato, nos termos da lei societária”.*

As sugestões da AMEC buscam dirimir dúvidas sobre os instrumentos de que o gestor dispõe para o exercício do voto, quer seja a participação na assembleia geral *“pelo gestor pessoa física, o gestor pessoa jurídica por intermédio de seus representantes legais, entendidos aqueles administradores ou prepostos da gestora, ou então que o gestor possa outorgar procuração para que advogados, acionista ou administrador da companhia possa também participar do conclave e votar como representante do fundo, nos termos facultados a qualquer acionista na forma da lei societária”.*

A ANBIMA sugere poderes para o gestor *“representar o fundo, por seus representantes legais, nas assembleias gerais dos ativos financeiros integrantes de sua carteira, exercendo o direito de voto decorrente de tais ativos financeiros, observada a política de voto do fundo”.*

Segundo a associação, a alteração proposta busca dar subsídios para que as companhias abertas não questionem a representação do gestor, incluindo as procurações emitidas para os seus representantes legais.

Já a alteração sugerida na menção *“observado o regulamento do fundo”* para *“observada a política de voto do fundo”*, objetiva evitar a necessidade de alteração dos regulamentos existentes para incluir o gestor como responsável pelo voto.

A Spalding salienta que, além de simplesmente votar nas assembleias de fundos de investimento e de companhias, cabe ao gestor a obrigação de exercer todos os demais direitos relativos aos ativos integrantes das carteiras dos fundos. O participante enfatiza que é o gestor que celebra as operações do fundo, incluindo, por exemplo, os contratos de **swap**, os instrumentos de cessão de crédito e similares. Tais contratos devem ser assinados pelo gestor, como representante legal do fundo, e não pelo administrador, como ocorre hoje. Assim, ficaria estabelecida uma regra da adequação de responsabilidade, imputando ao gestor o ônus de contratar aquilo que foi por ele acordado com as contrapartes da operação.



A Spalding entende que o texto do art. 56 “*deve ser suficientemente ampliado, para deixar claro que cabe ao gestor, por sua qualificação como administrador de carteiras, na forma da Instrução nº 306/99, a administração legal do fundo para todos os assuntos relacionados às carteiras do fundo, na linha do permissivo legal do §1º art. 126 da Lei nº 6.404/76*”, como se segue:

“Art. 56, § 2º (...)

(a) negociar e contratar, em nome do fundo de investimento, os referidos títulos e valores mobiliários, assinando todo e qualquer contrato relativo às operações do fundo, qualquer que seja a sua natureza, representando o fundo de investimento, para todos os fins de Direito, para essa finalidade; e

(b) exercer o direito de voto em assembleias gerais das companhias e dos fundos nas quais o fundo detenha participação, com todos os poderes a tanto inerentes, sejam relacionados às ações ou cotas de fundos ou à participação nas próprias assembleias, podendo inclusive e especialmente requerer voto múltiplo, desdobramento de ações e todos os demais atos que se tornarem necessários, observado o disposto no regulamento.

§ 3º O gestor deverá encaminhar ao administrador do fundo, nos 5 (cinco) dias úteis subseqüentes à sua assinatura, uma via original assinada de cada contrato que assinar em nome do fundo, sem prejuízo do envio, na forma e horários previamente estabelecidos pelo administrador, de cópia dos documentos firmados e/ou informações que permitam a este último o correto cumprimento de suas obrigações legais e regulamentares para com o fundo.”

A Polo Capital propõe que seja definida na Instrução CVM nº 409, de 2004, a abrangência dos poderes relacionados ao exercício do direito de voto, para que não se configure apenas em votar em assembleias. O participante enviou uma lista de exemplos de atividades relacionadas ao exercício do direito de voto que devem ser atribuídas ao gestor sem impedimentos: substabelecimento de poderes para representação do fundo; requerimento de adoção de voto múltiplo; pedido público de procuração aos acionistas; e contratação de escritórios de advocacia. Por fim, sugere a seguinte redação:



“Art. 56, § 2º (...)

(a) negociar os ativos financeiros do fundo de investimento podendo ainda contratar, notificar, requerer e representar em nome do fundo de investimento, terceiros no que se refere aos ativos financeiros do fundo.

(b) exercer o direito de voto decorrente dos ativos financeiros detidos pelo fundo, e todas as demais ações necessárias para tal exercício, observado o disposto no regulamento.”

Do mesmo modo, o Machado Meyer propõe que o gestor tenha poderes para “*exercer todos os direitos relativos à titularidade dos ativos financeiros detidos pelo fundo (incluindo o direito de voto, veto, ação, participação em assembleias ou em reuniões prévias), observado o disposto no regulamento*”.

O participante entende que o exercício dos direitos sobre os ativos financeiros de titularidade do fundo não deve se restringir ao direito de voto, isto é, também devem ser abrangidos direito de veto, de ação e de participação em assembleias ou reuniões prévias.

Para a CEF, pode haver casos em que o administrador, na melhor defesa dos interesses dos cotistas, prefira exercer o direito de voto. Por esse motivo, sugere alteração que abarca a possibilidade de o direito de voto ser exercido pelo gestor do fundo desde que autorizado pelo administrador.

As sugestões recebidas solicitam o aperfeiçoamento do texto da minuta para que companhias e administradores de fundos de investimento não possam criar barreiras à participação do gestor no exercício do direito de voto.

A CVM entende que o gestor é qualificado, como administrador de carteiras de valores mobiliários, para representar os condôminos na forma do § 1º do art. 126 da Lei nº 6.404, de 1976, não devendo haver óbices ao exercício dos direitos conferidos pela Lei.

A sugestão da ANBIMA de inclusão dos dizeres “observada a política de voto do fundo” em substituição a “observado o disposto no regulamento” tem a intenção de alívio da necessidade de ajuste dos regulamentos em vigor, que demandaria a convocação de assembleias. A CVM considerou a proposta oportuna, tendo sido ajustada a redação do inciso II do § 2º.



A sugestão da CEF sobre a autorização prévia do administrador para o exercício do direito de voto pelo gestor não foi aceita, pois, como afirmado acima, deverá ser observada a política de voto do fundo e o art. 41, inciso XVI da Instrução CVM nº 409, de 2004.

Entendemos, ainda, que as propostas da Spalding e da Polo na forma da alínea (a) sugerida não precisam ser adicionadas à instrução pois são atos inerentes ao exercício das atividades do gestor. Adicionalmente, as matérias do § 3º proposto pela Spalding devem ser tratadas nos contratos firmados entre os participantes, não sendo necessária a adição à instrução.

O inciso II do § 2º do art. 56 foi ajustado de acordo com o comentário da Polo.

3.12 Gerenciamento do risco de liquidez da carteira: art. 65-B (seção IV-B)

Para a ANBIMA, a palavra “administrador” deve ser substituída por “gestor”, onde couber. Alternativamente, caso a CVM julgue que esta alteração, ainda que legítima, deva ser feita de modo gradual, sugere que a redação do **caput** do artigo poderia ser: “*o administrador deve assegurar que o gestor da carteira...*”

O participante entende que o gestor do fundo, por ser responsável pela gestão rotineira da carteira, é a entidade responsável pelo gerenciamento de sua liquidez, de acordo com as características do fundo definidas pelo administrador.

Theodoro Messa expressa seu receio em relação às dificuldades que serão enfrentadas para atestar a “consistência” dos critérios usados na avaliação. O participante sugere que “*em lugar de estabelecer obrigações subjetivas (em função dos termos “compatibilidade”, “consistência”, “adequada”) aos administradores, que não poderão ser confrontadas de maneira direta (mas que demandarão trabalho e ocasionarão custos), se peça a divulgação de alguns indicadores que, embora limitados e sem a pretensão de estabelecer uma avaliação de liquidez completa das carteiras, poderiam sim colaborar para a compreensão por parte dos clientes dos riscos de liquidez*”.

O participante sugere, por exemplo, “*um indicador de liquidez das ações das carteiras expresso como o quociente da divisão do valor de uma ação na carteira pelo volume médio de negociação desta num determinado período*”. O indicador seria de divulgação periódica apenas para ações negociadas em bolsa.



Para o Machado Meyer, a redação do inciso I do § 5º não confere caráter objetivo à proposta, uma vez que a expressão “volume investido” não orienta se o administrador deve considerar, dentre outros, o montante de recursos do fundo investido em determinado ativo ou a concentração dos recursos investidos por um fundo em um mesmo fundo de investimento. Portanto, propõe que a redação fique: “I – o total dos recursos investido no mesmo fundo de investimento”.

Com relação aos incisos II e III, o participante recomenda que tais comandos refiram-se de forma exclusiva aos fundos abertos.

Em relação à sugestão da ANBIMA, a CVM mantém o entendimento de que a responsabilidade pelo gerenciamento do risco de liquidez é do administrador. Sua função é a de principal **gatekeeper** na indústria de fundos de investimento, supervisionando a atuação do gestor de modo que a liquidez da carteira do fundo seja adequada às regras de resgate constantes do regulamento do fundo e aos passivos do fundo. A contratação de um gestor não transfere esta responsabilidade, fundamental para a proteção dos clientes, e de importância sistêmica.

Quanto às sugestões de aprimoramento da linguagem utilizada no artigo, a CVM entende que os termos empregados na minuta estão adequados, já utilizados, por exemplo, nas normas contábeis emanadas desta Comissão, referentes à marcação a mercado dos ativos financeiros constantes das carteiras: “... a metodologia de apuração do valor de mercado é de responsabilidade da instituição administradora e deve ser estabelecida com base em critérios consistentes e passíveis de verificação, que levem em consideração a independência na coleta de dados em relação às taxas praticadas em suas mesas de operação, podendo ser utilizado como parâmetro o preço médio de negociação no dia da apuração” (grifo nosso – item 1.2.2.6 da seção “Critérios de Avaliação e Apropriação Contábil” da Instrução CVM nº 438, de 12 de julho de 2006).

As sugestões quanto ao aprimoramento da redação em caso de investimento em FIC não foram acatadas, porque o texto presente na minuta (“volume investido no FIC” e “fundos abertos”) já parece suficientemente claro.

3.13 Divulgação de informações e resultados: art. 68

[Sob sigilo] propõe que o inciso IV seja alterado para deixar claro que o administrador pode enviar a demonstração de desempenho de forma eletrônica:



“IV – remeter, física ou eletronicamente, aos cotistas dos fundos não destinados exclusivamente a investidores qualificados a demonstração de desempenho do fundo, até o último dia útil de fevereiro de cada ano; e”

O participante sugere também que seja adotado um critério de razoabilidade, já que, em muitos casos, o somatório das despesas dos fundos investidos é irrelevante para o fundo investidor. Desta forma, traz a seguinte proposta de redação para o inciso II do § 7º:

“II – estão dispensados de consolidar as despesas dos fundos investidos quando estes não estiverem obrigados a divulgá-las em relação ao semestre anterior à data base da demonstração de desempenho, bem como quando não forem significativas para o fundo investidor.”

O art. 123 da Instrução CVM nº 409, de 2004 já prevê a comunicação por meio eletrônico como válida.

A CVM não acatou a sugestão do participante de dispensar a consolidação de despesas não significativas, uma vez que não haveria uniformidade de critérios, o que prejudicaria a comparabilidade pretendida.

A CEF sugere que a demonstração de desempenho seja divulgada pelos participantes de mercado na íntegra semestralmente e não apenas o item 3. A proposta pretende também dar o caráter de complementariedade do documento com a lâmina.

A CVM considera que, neste momento, a periodicidade anual é mais adequada, tendo em vista as necessidades de adaptação dos sistemas dos administradores e novos custos que serão suportados inclusive pelos cotistas.

Esclarecemos que a divulgação das despesas anualizadas (item 3) em periodicidade semestral foi necessária para permitir o cálculo das despesas de fundos que investem em outros fundos.

Por essas razões, a sugestão do participante não foi acatada.

3.14 Informações periódicas: art. 69

[Sob sigilo] recomenda que o cotista possa optar por não receber a demonstração de desempenho, da mesma forma como pode optar por não receber o extrato, propondo que o **caput** do



art. 69 contenha os seguintes dizeres: “o administrador não está obrigado a cumprir o disposto nos incisos II e IV do artigo anterior nos casos em que o cotista, através de assinatura em documento específico, expressamente optar pelo não recebimento do extrato”.

A CVM entende ser importante o envio do demonstrativo a todos os cotistas, de modo a promover uma cultura de análise e comparação dos dados dos fundos de investimento, em linguagem objetiva e simplificada. Em consequência, não é conveniente permitir de plano, neste momento, a dispensa do envio do documento, ainda que seja por meio de uma autorização expressa do cotista.

Ademais, a demonstração de desempenho não é um extrato com dados e montantes aplicados pelo cotista, mas contém somente informações referentes ao fundo em si. Desse modo, as questões que porventura justificariam o não recebimento são menos críticas.

Assim, a sugestão não foi acatada.

3.15 Material de divulgação: art. 73

A ANBIMA sugere que os termos “serena” e “moderada” sejam substituídos por “clara e “objetiva” pelas mesmas razões citadas na discussão sobre os arts. 38-A e 38-B.

A associação também entende que a redação proposta para o inciso V restringe demasiadamente as possibilidades de publicidade dos fundos (por exemplo, o gestor não poderia fazer uma propaganda informando sobre um prêmio de melhor gestor de determinada categoria de fundos que tenha recebido). Entende o participante que, por óbvio, a propaganda não pode ser inconsistente com o informado no regulamento e na lâmina, mas acredita que não deveria se limitar às informações disponibilizadas em tais documentos.

[Sob sigilo] também se pronuncia a favor da exclusão do inciso V, explicando que, em alguns casos, é adequado para o administrador e o gestor dos fundos divulgarem informações que não constam do prospecto ou do regulamento. Ademais, reforça, como também a ANBIMA, que os materiais de divulgação deverão ser consistentes com o prospecto e o regulamento, de acordo com o art. 73.

A CEF sugere a padronização do inciso II com a redação do art. 38-B, uma vez que os dispositivos e princípios estão intimamente ligados.



Quanto ao uso dos termos “serena” e “moderada”, reiteramos que a redação proposta é compatível com o atual art. 50, § 2º, da Instrução CVM nº 400, de 2003. Logo, a redação do inciso II do art. 73 foi mantida.

Com relação ao inciso V, os comentários foram considerados pertinentes e estão refletidos na norma.

3.16 Aplicação do patrimônio do fundo: art. 85

Segundo o Machado Meyer, faltou fazer referência à lâmina na redação do § 3º.

A sugestão não foi considerada pertinente. A CVM destaca que as aplicações no exterior, se relevantes, devem estar elencadas no item 3.b da lâmina.

3.17 Classificação de risco dos ativos de crédito privado: arts. 93 e 94

A ANBIMA entende que, como o gestor é responsável pela gestão diária da carteira, caberia a ele fazer a avaliação dos títulos privados quanto ao seu risco de crédito.

Além disso, considera a avaliação dos ativos para investimento uma atividade típica de gestão e a atribuição desta responsabilidade tanto ao administrador quanto ao gestor embute a necessidade de um alinhamento de critérios entre administradores e gestores, condição esta que dificilmente se obtém na prática.

A CEF levanta a necessidade de desfazer eventuais dúvidas. Para tanto, propõe a seguinte redação para o § 1º do art. 93: “*Os ~~títulos~~ ativos financeiros privados referidos no caput deverão ser ~~ter seu emissor~~ classificados na categoria de baixo risco de crédito ou equivalente, com certificação por agência de classificação de risco localizada no País ou assim considerados pelo administrador e/ou pelo gestor, observado o disposto no Regulamento.*”

Questiona ainda a CEF: “... em casos que os prestadores não disponham de tal serviço? É possível a contratação de terceiros?” e “nos casos em que a administração e gestão sejam prestadas por pessoas diversas, é necessário que o ativo seja considerado como de baixo risco de crédito por ambos?”.



O objetivo da alteração foi retirar a atual menção à agência classificadora de risco, reforçando a responsabilidade do administrador e do gestor pela análise de risco de crédito, em linha com o esforço internacional de eliminar, sempre que possível, menções regulatórias a **rating** que possam dar a falsa impressão de redução daquela responsabilidade.

Cabe observar que não há uma proibição quanto ao uso dos relatórios de classificação de risco, apenas eles deixam de ser elaborados por determinação regulamentar.

Por fim, em relação ao comentário sobre a exclusão da responsabilidade do administrador, cabe lembrar a manifestação da CVM no âmbito da audiência pública nº 16/11, sobre as novas regras de administração de carteiras de valores mobiliários, no que tange à gestão de risco: *“Importante destacar que, em caso de contratação de terceiro para exercer a atividade de gestão de carteiras, o administrador deve supervisionar diligentemente a implementação da gestão de riscos pelo contratado, restando a alternativa de executar ele próprio as atividades de gestão de riscos da carteira. Ou seja, a gestão de riscos pode ser executada apenas pelo administrador ou pelo terceiro contratado para gerir carteiras.”*

Desse modo, a redação proposta foi mantida.

3.18 Fundos Ações: art. 95-B

Segundo o Machado Meyer, faltou fazer referência à lâmina na redação do § 2º.

A lâmina não foi mencionada no § 2º de modo a manter o documento o mais simples possível. A lâmina é complementar ao prospecto, o qual permanece como o documento que contém todos os avisos, inclusive a possibilidade de concentração da carteira em poucos emissores.

Dessa forma, a sugestão não foi acatada. A CVM salienta que a concentração em ativos de um mesmo emissor, deve estar destacada no item 3.b da lâmina.

Para a Spalding, os ativos do inciso II não podem extrapolar o limite estabelecido no inciso I do § 1º. Por esse motivo, o participante entende que a remissão do texto deve ser feita ao inciso I do §1º.

A sugestão foi considerada pertinente e está refletida na norma.



3.19 Incorporação, cisão e transformação: art. 103

[Sob sigilo] sugere a exclusão do inciso IV, tendo em vista que a lâmina tem o propósito de servir às atividades de **marketing** do fundo e, em caso de cisão, fusão, incorporação e transformação, tal documento não seria mais necessário.

Os fundos resultantes das operações citadas no artigo devem produzir novas lâminas, uma vez que permanecem em operação. Dessa forma, a sugestão não foi aceita.

3.20 Fundo para investidores qualificados: art. 110

[Sob sigilo] entende que, caso o fundo seja destinado a investidores qualificados, a elaboração da lâmina não será necessária, de modo que, em benefício da melhor compreensão da norma, cabe excetuar a sua elaboração no capítulo destinado aos investidores qualificados.

A CVM não aceitou a sugestão, porque acredita que a redação do caput do art. 40-A é clara quanto à necessidade de elaboração de lâmina apenas se o fundo não for destinado exclusivamente a investidores qualificados.

3.21 Fundo de investimento em cotas: art. 115

Segundo o Machado Meyer, faltou fazer referência à lâmina no dispositivo.

A sugestão não foi considerada pertinente. Vide itens 3.16 e 3.18.

4. Comentários ao Anexo III

4.1 Informações sobre volatilidade e utilização da rentabilidade líquida

Para Rogé Ferreira, é importante que se agregue a informação sobre o risco corrido pelo fundo para atingir a rentabilidade apresentada. Assim, para a correta comparação entre fundos, seria importante utilizar uma medida que leve em conta as dimensões de retorno e risco (entendida como volatilidade), conforme estabelecido pela moderna teoria de finanças.

Outro comentário se relaciona à utilização da rentabilidade líquida para aferir o desempenho do fundo. Para que se possa aferir a qualidade da gestão, o participante considera importante a utilização das rentabilidades brutas dos diversos fundos de mesma categoria ou classificação.



A CVM entende que, para o público de varejo, foco das mudanças propostas na audiência pública, é muito importante considerar os efeitos das taxas e despesas, daí o enfoque nas rentabilidades líquidas. Ademais, a lâmina fornece ao investidor uma medida de risco simplificada por meio da escala do item 5 (atual item 6), que se considerou de mais fácil compreensão.

4.2 Preâmbulo

Com relação ao preâmbulo do anexo III, ANBIMA e CEF sugerem que, ao invés de se repetir o nome completo do fundo nas diferentes seções ao longo da lâmina, o nome completo e o CNPJ do fundo sejam mencionados apenas no início, e que depois se faça sempre referência a “fundo”. Adicionalmente, a ANBIMA sugere que o nome do fundo e seu CNPJ sejam repetidos no rodapé da lâmina, em todas as páginas.

A ANBIMA justifica que as alterações trazem ganhos operacionais e redução de custos quando da emissão e atualização da lâmina, sem prejuízo da informação ao investidor.

A CEF sugere também uma alteração para alinhar o texto da lâmina com a sua descrição indicada no art. 40-A: “*esta Lâmina contém um resumo das informações ~~relevantes~~ essenciais sobre o [nome do fundo].*”

O Machado Meyer sugere que no preâmbulo da lâmina seja feita ressalva à existência do prospecto (com a expressão “se houver”), em consonância com os arts. 40 e 73, inciso III.

As sugestões da ANBIMA e da CEF foram consideradas pertinentes e estão refletidas na norma.

Entretanto, a sugestão de ressalva à existência do prospecto não foi acatada, pois os fundos para os quais a lâmina é requerida também devem ter prospecto.

Com relação ao acesso por meio eletrônico, a CEF sugere indicar ao investidor os canais alternativos em que o documento possa ser disponibilizado, de acordo com a seguinte redação: “(...) disponíveis no [~~endereço eletrônico~~ indicar os diferentes canais de acesso ao documento tal como Agência, entre outros, mas principalmente internet]. (...)”



A CVM entende que o endereço eletrônico deve ser mantido como padrão, para evitar a indicação de um endereço físico, que na prática seja inalcançável para o cotista médio. Logo, a sugestão não foi aceita.

Observamos que não há impedimento para que outros canais sejam oferecidos e adicionados, voluntariamente, ao final da lâmina.

4.3 Público Alvo

A ANBIMA alega que deve ser especificado o tipo de investidor a que o fundo se destina (pessoa física, pessoa jurídica, investidor institucional, etc), pois as instituições já possuem como prática criar fundos específicos para os diferentes segmentos de investidores (varejo, varejo alta renda, empresas). Dessa forma, o investidor pode ter certeza se o fundo que ele está considerando como opção de investimento foi criado para atender ao segmento no qual ele se enquadra.

A CEF também sugere a inclusão na lâmina de uma breve descrição do público alvo, com objetivo de evitar que o investidor interessado se aprofunde em informações de um produto que não o admite como público alvo.

Ao se definir o público alvo na lâmina, buscou-se um descritivo que agrupa aplicadores que pretendem atingir um mesmo objetivo com o investimento. Por exemplo, “*investidores que desejem preservar seu capital contra a inflação*”. De modo a atender às sugestões, foi incluído, então, um espaço adicional, chamado “restrições de investimento”, que aceitaria descritivos como “*este fundo aceita somente aplicações de investidores pessoas jurídicas*”.

4.4 Política de Investimentos

A ANBIMA entende que a informação sobre alavancagem exigida na lâmina por si só não permite o correto dimensionamento do risco que o fundo corre. Sendo assim, sugere que a CVM organize uma discussão junto ao mercado para que se estabeleça um critério objetivo de mensuração do risco **versus** alavancagem que proporcione uma informação de melhor qualidade ao investidor.

Theodoro Messa sugere que se evite a divulgação ou utilização de um número que represente a alavancagem do fundo, já que no passado a regulamentação de fundos já fez uso deste conceito de alavancagem e isto gerava muita confusão, até que se optou por substituí-lo por conceitos mais



relevantes e próximos de uma dimensão verdadeira de risco, tal como o volume de margem de garantia utilizado nas operações de derivativos.

Comenta o participante: “*Se a CVM ainda assim decidir por manter esta obrigatoriedade, seria oportuno que ao menos divulgasse critérios para o cálculo homogêneo entre os vários gestores e administradores, incluindo a forma de cálculo para derivativos não-lineares e exóticos.*”

Caberá ao administrador definir um critério para o cálculo da alavancagem, que será o mesmo utilizado na seção 5 (risco). No momento, não há meios para se alcançar uma metodologia padrão. A CVM destaca, no entanto, que haveria um papel a ser desempenhado pela autorregulação no esforço para detalhar melhor tais critérios.

Na linha referente à concentração de ativos em um só emissor da tabela sobre a política de investimentos, a CEF sugere a seguinte alteração: “*(...) Concentrar seus ativos em um só emissor que não seja a União Federal até o limite de (...)*”.

A sugestão foi considerada pertinente e está refletida na nova redação do campo na tabela referente à política de investimentos.

A Spalding ressalta que é importante incluir os avisos previstos nos artigos 85, § 3º; 95-B, § 2º; 97, § 3º e 98, inciso II.

Em linha com a sugestão da Spalding, a Proteste considera que quanto mais transparente for o documento sobre a possibilidade de alavancagem, melhor será para o investidor.

É importante ressaltar mais uma vez que o objetivo da norma, ao não prever estes avisos, foi tornar a lâmina um documento bem simples, complementar ao prospecto, o qual permaneceria como o documento contendo todos os **disclaimers**, avisos, etc.

A manutenção da obrigatoriedade da disponibilização do prospecto, conforme a revisão do art. 30 proposta, permite alcançar esse objetivo enquanto diminui o risco da falta da informação para o investidor.

4.5 Condições de investimento

A ANBIMA recomenda a inclusão de algumas informações que julga importantes para o investidor, principalmente no cenário em que o prospecto deixa de ser documento de entrega



obrigatória, como originalmente proposto na minuta submetida à audiência pública. Assim, sugere a inclusão de campos para “Investimento Adicional”, “Resgate Mínimo”, “Horário para Movimentação” e “Tributação”.

A Spalding sugere a inclusão das regras de tributação, simplificada, e a parte final do inciso VI (condições de compra de cotas) e o inciso XVI (percentual máximo de cotas detido por um único cotista), ambos do atual art. 40 da Instrução CVM nº 409, de 2004.

No que se refere à expressão “taxa total de despesas”, recomenda que a CVM a elimine e substitua por qualquer outra similar, principalmente pelo significado específico da palavra “taxa” no direito tributário, que poderia ser vista como fato gerador de cobrança fiscal, quando se trata de um somatório de taxas sobre as quais já houve incidência de tributos e não de uma nova taxa propriamente dita.

Atendendo às sugestões da ANBIMA e da Spalding, os campos ‘investimento adicional’, ‘resgate mínimo’ e ‘horário para aplicação e resgate’ foram adicionados ao novo leiaute do anexo III.

Já quanto à sugestão de adição de um campo com descrição da tributação aplicável, foi considerado que seria mais adequado que cada administrador, se julgar necessário, utilize a prerrogativa de incluir tal texto ao final da lâmina.

Em relação à sugestão sobre a nomenclatura empregada para o somatório das despesas, apesar dos argumentos, foi mantida a expressão “taxa total de despesas”, pois tal rótulo é consistente com a nomenclatura internacional (**total expense ratio**) e de fácil compreensão pelo público em geral.

4.6 Risco

[Sob sigilo] sugere a eliminação dessa seção, já que a classificação feita individualmente por cada administrador, sem um padrão de mercado, pode tornar a decisão de investimento até mais difícil para o investidor, que terá dificuldades de comparar fundos de instituições diferentes.

Ademais, fundos similares de um mesmo gestor, porém com administradores diferentes, ainda que apresentem riscos semelhantes, podem ser classificados em escalas diferentes.



O Machado Meyer sugere explicar no item 5 a materialidade da classificação de risco com níveis variando de 1 a 5, evidenciando a referência de maior e menor risco, da seguinte forma:

“5. RISCO: o [nome do administrador] classifica os fundos que administra numa escala de 1 a 5 de acordo com o risco envolvido na estratégia de investimento de cada um deles, sendo que 1 significa menor risco e 5 significa maior risco. Nessa escala, a classificação do [nome do fundo] é:”

Na opinião da Spalding, não há, no atual contexto, como conciliar metodologias divergentes e informações consistentes aos investidores, salvo se a CVM estabelecer, desde já, uma escala padrão de risco e determinar a inclusão dos fundos em tal escala, com parâmetros precisos. Independentemente dos eventuais equívocos de uma escala de tal tipo, teria a virtude de permitir a comparabilidade.

A CVM solicitou, no edital desta audiência pública, sugestões sobre a melhor metodologia a ser usada para a escala de risco no edital desta audiência pública, mas não houve por parte de administradores e gestores nenhuma sugestão de escala de risco ou metodologia padrão a ser adotada.

Na regulação europeia, a metodologia adotada leva em conta a volatilidade histórica dos retornos como base da escala de risco, porém a CVM entende que a volatilidade histórica é uma medida demasiadamente simplista, que poderia induzir o investidor a erro em diversos casos, principalmente nos investimentos em renda fixa, e, portanto, não pretende adotar tal metodologia na norma.

Vale lembrar que lâminas mensais, ainda que não padronizadas, já são utilizadas pelos administradores hoje e, na maioria dos casos, contêm algum tipo de grade de risco. Da mesma forma, como discutido acima sobre o conceito de alavancagem, a CVM considera positivos os debates e estudos com o objetivo de homogeneizar tais critérios.

Assim, a exigência de classificação do fundo de acordo com escala de risco própria será mantida conforme proposta, mas a CVM entende que poderá ser relevante o papel da autorregulação, em conjunto com a autarquia, para detalhar melhor tais critérios e metodologias, visando a sua uniformização.



4.7 Composição da Carteira

A ANBIMA sugere a inclusão dos ativos: “LCA” e “CCCB” na categoria “Depósitos a prazo e outros títulos de instituições financeiras” e “LCI” na categoria “Títulos de crédito privado”.

A LCA e a CCCB foram incluídas na categoria “Depósitos a prazo e outros títulos de instituições financeiras” conforme a sugestão da ANBIMA. Quanto à LCI, não foi possível aceitar a sugestão, pois a CVM entende que também deve ser classificada em “Depósitos a prazo e outros títulos de instituições financeiras”.

A CEF faz duas sugestões para a seção. Na primeira, almeja que o investidor, em casos de fundos recentemente lançados, verifique a potencial composição da carteira, ainda que não seja o reflexo fiel da atuação do gestor. A apresentação da potencial carteira pode maximizar a identificação do investidor com o produto, bem como afastar possíveis equívocos com relação às características dos produtos: *“COMPOSIÇÃO DA CARTEIRA: O [nome do fundo] poderá alocar recursos nas seguintes espécies de ativos:”*

Já na segunda, a CEF sugere a inclusão de texto que esclareça se o percentual apurado é referente ao valor do ajuste diário (módulo ou **net**) ou ao valor de referência para os contratos futuros e **swap**. O participante entende que o texto não é claro quanto à forma de apuração do percentual de concentração dos investimentos em derivativos.

Ademais, com relação à lista de espécies de ativos constante dessa seção, o participante sugere alterações, fazendo distinção entre as operações compromissadas lastreadas em títulos públicos e aquelas lastreadas em ativos financeiros privados, assim como cotas de fundos regulados ou não pela Instrução CVM nº 409, de 2004.

O item 6 (composição da carteira – atual item 5) é dispensado nas lâminas apresentadas no momento de registro do fundo, assim não será aceito o preenchimento com uma carteira hipotética como sugerido. A identificação do perfil do produto pelo cliente estará assegurada pela informação sobre a política de investimentos.

As sugestões de segregação: (i) das operações compromissadas lastreadas em títulos públicos ou privados, e (ii) das cotas de fundos em regulados ou não pela Instrução CVM nº 409, de 2004, foram consideradas pertinentes e estão refletidas no novo leiaute do documento.

Quanto à forma de apuração do percentual de concentração em derivativos, esclarecemos que



consultas específicas sobre a aplicação da norma devem ser encaminhadas à Superintendência de Relações com Investidores Institucionais – SIN para apreciação.

Para [Sob sigilo], quando se tratar de fundo de investimento em cotas – FIC, a informação deve ser dada em relação à carteira dos fundos investidos, ressalvadas as hipóteses em que a carteira dos fundos investidos não esteja disponível. O participante também sugere a adição de BDR e **units** ao campo com o rótulo “ações”.

O comentário é parcialmente pertinente. Foi inserido o certificado de depósito de ações na tabela, mas os BDR apenas se enquadram no campo “ações”, se o fundo investidor atender aos requisitos do § 3º do art. 95-B da Instrução CVM nº 409, de 2004, alterada pela Instrução CVM nº 512, de 20 de dezembro de 2011.

4.8 Histórico de rentabilidade

A ANBIMA solicita à CVM que, nas tabelas constantes dos itens 7 (histórico de rentabilidade) da Lâmina de Informações Essenciais e 2 (rentabilidade mensal) da Demonstração de Desempenho, seja excluída a coluna “*Desempenho do Fundo como % do Índice de Referência*” e que a coluna “*Desempenho do Índice de Referência*” seja alterada para “*Variação percentual do índice de Referência*”.

Para o participante, a informação disposta desta forma garante que seja atingido o objetivo de mostrar claramente ao investidor a comparação entre o desempenho do fundo e seu índice de referência.

Entendemos que a coluna “Desempenho do Fundo como % do Índice de Referência” é bastante útil para o investidor de varejo, a quem se destina a lâmina. Dessa forma, a coluna foi mantida, tendo sido somente alterado o rótulo da coluna referente à variação do **benchmark**, conforme a sugestão recebida.

A CEF propõe a exclusão de informações da lâmina, com sua manutenção na Demonstração de Desempenho. Neste sentido, os documentos atuariam de modo complementar. Com o objetivo de tornar mais fácil a compreensão, as informações ficariam concentradas em documentos específicos. Sugere também a inclusão de tal alerta, uma vez que os novos documentos trazidos pela CVM devem ser vistos em conjunto pelo investidor.



O projeto dos dois documentos leva em conta a repetição de informações, uma vez que a demonstração de desempenho será enviada aos investidores que já são cotistas do fundo, enquanto a lâmina deve estar disponível a qualquer interessado. Assim, não é possível atender à sugestão do participante.

[Sob sigilo] e CEF pedem que seja esclarecido o conceito de “fundos estruturados”, pois não foi encontrada definição na norma.

O conceito de “fundos estruturados” está contido no Ofício-Circular CVM/SIN/nº 01, de 8 de janeiro de 2010, tendo sido inserida uma nota com este esclarecimento no leiaute da lâmina.

[Sob sigilo] e CEF sugerem que a informação sobre rentabilidade seja acompanhada pela informação de patrimônio líquido do fundo, uma vez que estão diretamente relacionadas.

[Sob sigilo] sugere a inclusão de permissão para divulgação do “retorno ativo” do fundo nas tabelas de rentabilidade em que é solicitado o “*desempenho do fundo como % do [índice referência] (quando houver)*” por ser prática de mercado para determinados tipos de fundos.

A lâmina de um dado fundo tem que ser simples e sempre comparável à de outros fundos, razão pela qual serão evitadas exceções e adições às tabelas. No entanto, a CVM esclarece que o patrimônio líquido do fundo na data de referência já consta do item 5 da lâmina.

Desse modo, as sugestões não foram acatadas.

A sugestão da Spalding se refere à solicitação de informação sobre o número de anos recentes em que os cotistas perderam parte do capital que detinham no início do ano, quando aplicável. O participante considera que esse tipo de aviso não deve ser incluído na lâmina, sendo suficiente a tabela de rentabilidade.

Os dados numéricos da tabela, por si só, forneceriam as informações necessárias, em ordem de grandeza. O dado específico para cada cotista, no entanto, dependerá dos momentos em que o cotista entrou e em que resgatou a sua aplicação. E somente se poderia dizer que houve, ou não, perda de capital nessas condições.



A Comissão considerou os argumentos pertinentes e alterou o documento, retirando a menção às perdas do cotista, já que tal afirmação dependeria da data de aplicação e resgate, tendo sido substituída pela informação sobre a perda de patrimônio do fundo.

4.9 Exemplo comparativo

A ANBIMA sugere a inserção da seguinte frase, no final da seção 8: “*Rentabilidade passada não é garantia de rentabilidade futura*”, uma vez que a advertência ao investidor é importante no processo de avaliação e decisão de investimento. A CEF sugere a inclusão de aviso, com grande destaque, que as simulações expressas na lâmina não são garantia de rentabilidade e que as rentabilidades e despesas podem sofrer alterações em relação à simulação.

Como o aviso referente à rentabilidade passada já consta da seção 7, item “a”, a CVM não vê necessidade de repetição, pois deseja manter a estrutura do documento a mais curta e simples possível.

A CEF entende ser adequado informar se o valor referente ao recolhimento semestral do imposto de renda (“come-cotas”) também deve ser considerado na apuração do valor de resgate líquido de impostos.

A CVM esclarece que, no campo referente aos dizeres “já deduzidos impostos no valor de”, o administrador deverá considerar todos os impostos possíveis, incluindo o “come-cotas”, quando for o caso (nem todas as classes de fundos são sujeitas ao regime tributário conhecido como “come-cotas”).

A Spalding entende que o item 8 deve ser eliminado, assim como o item 4 da Demonstração de Desempenho. Para o participante, trata-se da mais simplista informação que pode ser prestada a um cotista e tende a ser enganosa para todos aqueles que não aplicaram nesse primeiro dia útil do ano, nem resgataram no primeiro dia útil do ano anterior.

Ademais, estar-se-ia considerando a incidência de imposto de renda pela alíquota de um ano e informando uma taxa de **performance** fictícia dado que o período de apuração dela não necessariamente coincidirá com o primeiro dia útil do ano.



Este tipo de Exemplo Comparativo, elaborado por meio da fixação de uma aplicação de montante padrão (no caso R\$ 1.000,00), é uma ferramenta fundamental para a comparação entre os diversos fundos disponíveis para os investidores, tendo sido fixado também o período da aplicação.

A apresentação da informação em valores monetários (no lugar de porcentagens) também tende a acelerar o entendimento por parte do leitor do documento.

A apresentação de exemplo comparativo tem sido adotada com sucesso, há anos, por exemplo, pela **Securities and Exchange Commission** dos EUA, que supervisiona o maior mercado de fundos mútuos de investimento do mundo.

Assim, a CVM entende ser um avanço a introdução deste tipo de exemplo padronizado nas informações que estarão disponíveis ao potencial aplicador quando ponderar sobre a aplicação em um determinado fundo de investimento.

4.10 Simulação de despesas

A ANBIMA sugere a exclusão da simulação de “saldo líquido para resgate”. O participante argumenta que, ao fazer uma simulação com uma rentabilidade hipotética, pode ocorrer o entendimento de que há uma indicação ou promessa de retorno, gerando um grande passivo jurídico potencial.

Para fins de comparação de despesas entre os diferentes fundos, o participante entende ser necessária e suficiente a simples informação das despesas simuladas durante determinado período, pressupondo que não houve rendimento neste período.

A CVM não considera conveniente a exclusão do valor da simulação do saldo líquido para resgate, pois entende que o exemplo facilita a comparação do efeito das despesas no longo prazo.

No entanto, a CVM decidiu alterar a tabela apresentada, partindo do saldo bruto acumulado até chegar ao 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).

Se houvesse apenas menção de que, para um investimento de mil reais, as taxas e despesas seriam de, por exemplo, R\$ 10,50 (para uma taxa de despesas de 1%), tal valor poderia parecer insignificante à primeira vista.



Entretanto, se comparado com o ganho bruto de R\$ 50,00 (5% de R\$ 1.000,00), nota-se que as despesas correspondem a aproximadamente 20% do ganho bruto. Se a taxa de despesas fosse de 2% (valor mais próximo das taxas cobradas dos investidores de varejo), seriam então R\$ 21,00, ou seja, 42% do ganho bruto.

A razão para esta situação é que taxas que são cobradas sobre o investimento total, como é o caso das taxas de administração de fundos, têm impacto significativo ao longo do tempo. Assim, a CVM optou por manter o item da simulação de despesas, com alguns ajustes na tabela para melhor visualização dos investidores.

O item 9 da lâmina contém uma extrapolação (considera a constância no tempo da última taxa de despesas e fixa uma rentabilidade hipotética), e é, de fato, uma simulação propriamente dita, sendo que, nesse caso, o rótulo e demais explicações do texto do item 9 foram ampliados para maior clareza sobre o fato de se tratar de um exercício e não de uma promessa de níveis de despesas e de retornos, levando-se em consideração os comentários dos participantes. O mesmo ajuste foi feito na demonstração de desempenho.

Desse modo, a CVM inseriu um **disclaimer** de que a simulação não implica promessa de que os valores reais ou esperados das despesas ou dos retornos serão iguais aos apresentados.

Em relação à simulação de despesas, a CEF entende ser necessário esclarecer se na apuração do saldo líquido para resgate estão sendo considerados imposto de renda, taxa de saída, taxa de ingresso e taxa de performance, para que não haja dúvidas quanto ao valor utilizado e às incidências nas simulações.

Para a apuração das despesas, sugere que seja inserido texto que ratifique que o valor das despesas do fundo apresentado é proporcional à aplicação de R\$ 1.000,00 (mil reais).

A primeira sugestão foi considerada pertinente. O texto referente ao “saldo líquido para resgate (hipotético – rentabilidade bruta de 5%) foi alterado para “Saldo bruto acumulado (hipotético - rentabilidade bruta anual de 5%)”.

Quanto à segunda sugestão, o texto que antecede a tabela da simulação já é explícito quanto ao fato de a aplicação hipotética ser no montante de R\$ 1.000,00.



4.11 Serviço de atendimento ao cotista

A CEF sugere a indicação dos canais disponibilizados pelo administrador para o recebimento de reclamações, que não necessariamente se darão por meio eletrônico.

A sugestão foi considerada parcialmente pertinente e a redação foi alterada para atender o participante.

4.12 Outras sugestões

A ANBIMA sugere a inclusão do seguinte **disclaimer** no primeiro parágrafo da lâmina: “*As informações apresentadas não devem ser analisadas de forma isolada para a tomada de decisão de investimento e não representam sugestão ou recomendação de aplicação por parte do ADMINISTRADOR, GESTOR E DISTRIBUIDOR.*”

O aviso solicitado pela ANBIMA é análogo àquele encontrado em prospectos de ofertas públicas de valores mobiliários. No entanto, o objetivo da norma, ao não prever estes avisos na lâmina, foi torná-la um documento bem simples, complementar ao prospecto, o qual permaneceria como o documento contendo todos os **disclaimers**, avisos, etc.

A CVM entende, ademais, que não há qualquer impedimento para que este tipo de aviso esteja contido no prospecto.

A CEF sugeriu, em função do prazo mensal para envio da lâmina dos fundos e da complexidade de acesso aos fundos individualmente no sistema eletrônico disponível na página da CVM, que seria oportuna a possibilidade de envio de um único arquivo contendo as lâminas de todos os fundos administrados pela instituição, da mesma forma como atualmente é feito para os informes obrigatórios, como por exemplo: CDA, Perfil Mensal e Informe Diário.

As questões relativas aos detalhes tecnológicos do envio eletrônico dependem do desenvolvimento dos sistemas da CVM. Assim, as instruções de envio serão oportunamente detalhadas e divulgadas, sendo certo que a sugestão será apreciada pela área competente.



5. Comentários ao Anexo IV

5.1 Rentabilidade Mensal

A ANBIMA solicita à CVM que nas tabelas constantes dos itens 7 (Histórico de Rentabilidade) da Lâmina de Informações Essenciais e no item 2 (Rentabilidade Mensal) da Demonstração de Desempenho seja excluída a coluna “*Desempenho do Fundo como % do Índice de Referência*” e que a coluna “*Desempenho do Índice de Referência*”, seja alterada para “*Variação percentual do índice de Referência*”.

O participante afirma que a informação disposta desta forma já garante que seja atingido o objetivo de mostrar ao investidor a comparação entre o desempenho do fundo e seu índice de referência.

Vide comentário ao item 4.8 deste relatório.

A CEF sugere a inclusão na demonstração de desempenho das informações sobre a rentabilidade do fundo nos últimos cinco anos no formato proposto para a lâmina, uma vez que o documento já abarca informações relativas à rentabilidade, de modo que a rentabilidade acumulada dos últimos cinco anos possui contexto condizente com o documento.

O comentário foi considerado pertinente e está refletido na norma.

[Sob sigilo] sugere que a informação de rentabilidade seja acompanhada pela informação de PL do fundo, uma vez que estão diretamente relacionadas.

Nas tabelas de rentabilidade é solicitado o “desempenho do fundo como % do [índice referência] (quando houver)”. No entanto, para alguns tipos de fundos, seria prática de mercado divulgar o “retorno ativo” do fundo. Portanto, o participante sugere inclusão de permissão nesse sentido.

Vide comentário ao item 4.8 deste relatório.



5.2 Despesas do fundo

A CEF sugere a separação entre as despesas de taxa de administração, parte fixa e eventuais outras taxas variáveis, como a taxa de **performance**. O participante propõe que as demais despesas sejam indicadas em linhas separadas, mas com sua totalização em conjunto com as demais despesas do fundo. Ademais, sugere a adequação do quadro das despesas pagas ao grupo econômico do administrador.

A demonstração de desempenho já segrega parte fixa e variável da taxa. Quanto à segregação das linhas das demais despesas, a CVM entende que o modelo adotado atende ao objetivo de informar de forma clara o investidor, não entendendo haver necessidade de maior detalhamento.

A CEF entende que as despesas indicadas no quadro anterior (despesas do fundo expressas em relação ao PL médio) são as que impactam a rentabilidade e, portanto, as necessárias para a tomada de decisão de ingresso ou permanência em um fundo. Entretanto, em relação ao quadro de despesas do fundo pagas ao grupo econômico do administrador, a CEF “*não vislumbra razões para que sejam abertas informações relativas à negociação do Administrador com os demais prestadores uma vez que tal informação não impacta diretamente na escolha do fundo pelo cotista. Caso considere interessante, tal informação poderia ser solicitada pelo órgão regulador diretamente aos Administradores*”.

É importante que o cotista conheça as despesas incorridas pelo fundo com serviços prestados por partes relacionadas ao administrador e gestor do fundo.

Desse modo, a redação original foi mantida.

No que se refere à expressão “taxa total de despesas”, a Spalding sugere que a CVM a elimine e substitua por qualquer outra similar.

Vide comentário ao item 4.5 deste relatório

5.3 Exemplo comparativo

A CEF sugere a inclusão de aviso com grande destaque de que as simulações expressas na Demonstração de Desempenho não são garantia de rentabilidade e que as rentabilidades e despesas podem sofrer alterações em relação à simulação. O participante entende que os exemplos podem



configurar, ainda que salientadas as ressalvas de que “rentabilidade passada não é garantia de rentabilidade futura”, promessa ou garantia de rendimentos aos futuros investidores ou cotistas, o que pode vir a acarretar em ações judiciais decorrentes do fundo não ter atingido a rentabilidade “simulada”.

Entende, ademais, que a Demonstração de Desempenho pode e deve indicar quais as despesas dos fundos na data-base de dezembro e junho e que tais informações auxiliarão os investidores nas comparações entre os produtos do mercado.

Ainda no exemplo comparativo, entende ser adequado informar se o valor referente ao recolhimento semestral do imposto de renda (“come-cotas”) também deve ser considerado na apuração do valor de resgate líquido de impostos, para que não haja dúvidas quanto ao valor utilizado e às incidências nas simulações.

Vide comentário ao item 4.9 deste relatório

5.4 Simulação de Despesas

A CEF entende necessária, assim como na lâmina, a adequação do texto a fim de que seja esclarecido se na apuração do saldo líquido para resgate estão sendo considerados imposto de renda, taxa de saída, taxa de ingresso e taxa de performance, quando for o caso.

Para a apuração das despesas, sugere ainda que seja inserido texto que ratifique que o valor das despesas do fundo apresentado é proporcional à aplicação de R\$ 1.000,00 (mil reais).

Vide comentário ao item 4.10 deste relatório.

5.5 Esclarecimentos

A CEF sugere diferenciar o tipo de tributação incidente nos fundos, e que o texto seja segregado em dois itens: fundos de renda fixa de longo prazo e fundos de renda fixa de curto prazo. O primeiro deve considerar a alíquota de 20% de imposto de renda incidente em ambos os períodos (período de 1 ano e período de 3 e 5 anos).

O texto ao final da Demonstração de Desempenho foi alterado para incluir o esclarecimento sobre a alíquota aplicável aos fundos de curto prazo. A menção ao período de 3 anos foi retirada



uma vez que o exemplo comparativo (item 4) considera o período de 1 ano e a simulação de despesas (item 5) não levará em conta a incidência de impostos.

6. Sugestões não relacionadas com o objeto da audiência pública nº 06/11

Foram encaminhadas algumas sugestões que fogem ao escopo da audiência pública nº 06/11. Tais sugestões não foram analisadas nesta oportunidade, tendo sido arquivadas para futura referência quando a Comissão julgar conveniente o debate sobre tais tópicos.

A Polo Capital enviou as seguintes contribuições:

(i) *“acabar com a exigência de que investidores (super qualificados) invistam no mínimo R\$ 1mm em fundos de crédito privado. Essa medida está atualmente mal redigida. É desejável que o investidor em produtos arriscados tenha conhecimento e lastro financeiro para se aventurar em produtos mais arriscados.(...)”*; e

(ii) *“acabar com a obrigação de se promover a abertura dos fundos de forma universal. Hoje, quando um fundo é reaberto, os gestores são obrigados a estender a oportunidade de investimento para qualquer investidor. (...)”*.

A CETIP sugere *“que a Instrução nº 409/2004 contenha previsão de que o administrador de fundo de investimento contrate Agentes de Cálculo independentes, segregados por família de ativos, para realizar a marcação a mercado dos ativos que componham a carteira dos fundos que administre, (...)”*.

A CETIP sugere ainda: *“que a Instrução nº 409/2004 estipule a obrigatoriedade de registro das cotas de fundo de investimento em Bolsa de Valores ou em Sistema de Registro. (...)”*.

7. Proposta definitiva de Instrução

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

Rio de Janeiro, 28 de março de 2012.

Original assinado por

FLAVIA MOUTA FERNANDES

Superintendente de Desenvolvimento de Mercado