

Rio de Janeiro, 22 de agosto de 2011

Aos Administradores de Carteiras, Consultores e Analistas de Valores Mobiliários, Diretores Responsáveis pela Administração de Carteiras, Consultoria de Valores e Fundos de Investimento, e Representantes de Investidores Não Residentes.

Assunto: Orientações sobre procedimentos relativos ao funcionamento de fundos de investimento, registro de investidor não residente e às atividades de administração de carteiras, consultoria e análise de valores mobiliários.

Prezado Senhor,

A divulgação deste Ofício-Circular tem como objetivo principal esclarecer dúvidas quanto à forma de melhor cumprir as normas que regulam fundos de investimento, o registro de investidor não residente e as atividades de administração de carteiras, consultoria e análise de valores mobiliários. O documento também apresenta o entendimento de dispositivos das normas e, por conseqüência, a forma de sua aplicação, que vem sendo adotada pela Superintendência de Relações com Investidores Institucionais - SIN.

A observação às recomendações abaixo relacionadas contribuirá para minimizar eventuais desvios e, conseqüentemente, reduzir a necessidade de formulação de exigências por parte da SIN. E, desta forma, permitir que o processo de registro e supervisão desses participantes se realize de maneira ágil, em prol da proteção dos investidores e da integridade do mercado.

Salientamos, por oportuno, que alguns posicionamentos e interpretações desta Superintendência acerca de determinados aspectos da regulamentação aqui apresentados, não representam, necessariamente, a interpretação final da Comissão de Valores Mobiliários sobre o tema.

Assim, expomos a seguir entendimentos manifestados por esta Superintendência em decorrência de consultas e reclamações efetuadas por participantes do mercado.

Ressaltamos que o presente ofício foi elaborado tomando como base o Ofício-Circular/CVM/SIN/Nº 04, de 8 de novembro de 2010. As alterações e adições promovidas estão em caracteres azuis e em negrito.

1. Instrução CVM nº 409/04 – Fundos de Investimento

1.1 Ações de Companhias Fechadas em Carteira – Art. 2º, VII e Art. 64, VI

É vedado ao administrador de fundo de investimento adquirir, voluntariamente, ações de emissão de companhia fechada, já que são ativos que não respeitam a exigência prevista no Artigo 2º, § 3º da Instrução, conforme deliberação do Colegiado da CVM de 16/12/2008.

O exposto não impede, todavia, que o administrador se veja diante da possibilidade de que esses ativos surjam na carteira do fundo por razões alheias aos seus poderes de gestão discricionária, o que pode ocorrer, por exemplo, quando o fundo mantiver em carteira ações de emissão de uma companhia aberta que proceda ao cancelamento de seu registro na CVM, nos termos do Artigo 2º, I, da Instrução CVM nº 361/02.

Nesses casos, deverá a questão ser tratada como um desenquadramento passivo, na forma prevista pelo Artigo 89 da Instrução, e uma eventual intenção de alienação desses ativos deve, em conformidade com o previsto no Artigo 64, VI, ser submetida à prévia aprovação da CVM.

1.2 Aplicação em Debêntures de Emissão Privada – Art. 2º, § 1º, VIII

É permitida a aplicação de recursos dos fundos de investimento em debêntures de emissão privada, isto é, que não tenham sido objeto de registro de oferta pública de distribuição na CVM, ao amparo do que dispõe o art. 2º, inciso VIII.

Lembramos que tais ativos devem estar registrados em sistema de registro, de custódia ou de liquidação financeira devidamente autorizado pelo BACEN ou pela CVM, nas suas respectivas

áreas de competência, conforme estabelece o § 3º do Artigo citado.

É necessário, ainda, que o administrador verifique, no momento da aplicação e também ao longo da manutenção dessas debêntures na carteira do fundo, o cumprimento dos limites estabelecidos nos Artigos 86 e 87 relativos, respectivamente, a concentração por emissor e por modalidade de ativos.

Entretanto, alertamos que, caso os emissores das debêntures não sejam companhias abertas registradas na CVM, o administrador deverá possuir procedimentos de acesso às informações e documentos necessários para a precificação e avaliação das debêntures, previamente à sua aquisição, e também durante sua manutenção na carteira dos fundos, empregando na análise e avaliação dessas informações, o cuidado e a diligência que toda a pessoa ativa e proba costuma dispensar à administração de seus próprios negócios.

1.3 Ativos de Crédito – Art. 2º, § 1º, VIII

Relembramos que, no entendimento desta área técnica, os ativos previstos no artigo 2º, § 1º, VIII denominados como "*quaisquer outros créditos, títulos, contratos e modalidades operacionais*", não devem ser confundidos com os direitos creditórios que se encontram conceituados especificamente pelo artigo 2º, I, da Instrução CVM nº 356/01.

Nesse sentido, entendemos que o artigo 2º, § 1º, VIII, não abrange os direitos de crédito não performados (aqueles onde "*a obrigação do devedor está vinculada a uma contraprestação pelo originador, [como, por exemplo, no caso de prestação de serviços e/ou entrega de mercadoria futura] no momento da cessão do crédito ao fundo*" – decisão de Colegiado do Processo CVM nº RJ-2004-6913, de 4/10/2005), tampouco os direitos de crédito expectativos (cuja constituição dependa da ocorrência de evento futuro e incerto), que encontram previsão específica em regulação própria dos Fundos de Investimento em Direitos Creditórios (FIDCs, Instrução CVM nº 356/01) e dos Fundos de Investimento em Direitos Creditórios Não-Padronizados (FIDC-NPs, Instrução CVM nº 444/06), conforme o caso.

1.4 Contratação de Terceiros Para Prestação de Serviços de Custódia de Ativos no Exterior para Fundos de Investimento – Art. 2º, §5º

O art. 2º, § 5º, II, dispõe que, para a aquisição de ativos negociados no exterior, o custodiante do fundo deverá assegurar sua existência, devendo contratar, especificamente para esta finalidade, terceiros devidamente autorizados para o exercício da atividade de custódia em outras jurisdições e que sejam supervisionados por autoridade local reconhecida.

Todavia, caso a instituição responsável pela custódia do fundo possa realizar a custódia dos ativos adquiridos no exterior, não será necessário a contratação de terceiro para realizar essa atividade, pois estariam atendidas as finalidades da regra.

Na hipótese de contratação de terceiros para assegurar a existência dos ativos no exterior, os critérios adotados pela instituição contratada devem ser verificados pelo custodiante do fundo, para se certificar que atende a seus próprios critérios de controle e aos estabelecidos na legislação em vigor no Brasil.

Embora seja dever do custodiante contratado no exterior assegurar a existência dos ativos da carteira do fundo, o administrador do fundo por dever de diligência, nos termos do disposto no art. 65-A, deverá, no caso de investimentos em cotas de outros fundos (não admitidas à negociação em mercados públicos supervisionados por autoridade reconhecida), empregar todo o empenho exigido pelas circunstâncias para verificar se essa garantia se estende também aos ativos subjacentes mantidos pelo fundo investido.

Finalmente, em relação ao art. 2º, § 5º, I, julgamos que a obrigação de existência de acordo de cooperação com a CVM, que é imposta à jurisdição onde se localiza o sistema de registro, custódia e liquidação financeira utilizado, não se estende à jurisdição onde fica sediada a instituição que se responsabiliza pelo registro dos ativos naqueles sistemas.

1.5 Prorrogação de Prazo de Distribuição de Fundo Fechado – Art. 9º

Nos termos do parágrafo único do art. 9º, a CVM pode, em virtude de solicitação fundamentada,

prorrogar uma única vez, por período de no máximo 180 dias, o prazo inicial de 180 dias previsto para a distribuição de cotas de fundos de investimento fechado.

Por sua vez a leitura do inciso II do Artigo 9º da Instrução poderia levar ao entendimento de que pleitos de prorrogação somente seriam apreciados pela CVM caso não seja subscrito o mínimo de cotas representativas do patrimônio inicial do fundo fechado no período de 180 dias do registro da oferta.

No entanto, em realidade, o dispositivo de cancelamento compulsório de fundos fechados que não alcancem número mínimo de cotas subscritas tem como objetivo não onerar os cotistas com os custos de funcionamento de um fundo que não possui escala mínima para tal.

Assim, não se deve obstar, de forma genérica, que fundos busquem atingir o número de cotas previsto por seus estruturadores na oferta, mediante a obtenção de um prazo mais dilatado de distribuição pública de cotas, pois, de outro modo, corre-se o risco de agir contra os interesses dos investidores em tal modalidade de ativo financeiro.

Dessa forma, esta área técnica considera ampla a prerrogativa de se pleitear à CVM a prorrogação do prazo de distribuição das cotas de fundos fechados, mesmo nos casos em que o número mínimo de cotas já tenha sido subscrito.

Respalda tal entendimento o teor do § 4º do art. 28 que requer a restituição aos subscritores dos valores integralizados, "...caso o número de cotas previsto não seja subscrito no prazo de 180 (cento e oitenta) dias, prorrogável por igual período...".

O pedido deve ser feito com relativa antecedência ao final do prazo de colocação, de modo a permitir que a CVM tenha tempo hábil para adotar decisão criteriosa até tal data, e deve ser justificado de forma fundamentada, em que se assegure a ausência de prejuízos para os subscritores das cotas até o momento do pedido.

Para tanto, é necessário constar do pedido a manifestação de concordância da totalidade desses subscritores, haja vista a aplicação obrigatória dos recursos integralizados, durante o processo de distribuição, em títulos públicos federais ou em cotas de fundo de investimento classificados como Curto Prazo.

1.6 Cessão Fiduciária de Cotas de Fundos de Investimentos – Art. 12

O Colegiado manifestou o entendimento, em reunião de 03.07.08, de que é regular a constituição de garantias sobre cotas de fundos abertos por meio de operações de cessão fiduciária, nos termos do art. 66-B da Lei nº 4.728, de 14 de julho de 1965.

Referida decisão tomou por fundamento a possibilidade de a referida garantia possibilitar a concessão de créditos em condições mais favoráveis aos cotistas cedentes, o que estimularia uma maior circulação de riqueza. Foi levado ainda em consideração que essa prática que já vem sendo adotada no mercado – com base em uma interpretação legítima da norma – de modo que uma nova orientação da CVM viria a abalar a segurança jurídica do mercado e impor restrições, sem um benefício aparente que a justificasse.

Sem prejuízo do exposto, a Comissão irá elaborar estudos com vistas à criação de regras que tratem dos aspectos relevantes relacionados ao uso desse mecanismo, como, por exemplo, o fluxo de informações cabível entre administrador do fundo, devedores cedentes e credores cessionários, e a definição dos deveres dos administradores e dos cotistas quanto ao resgate, voto e outros eventos relacionados às cotas oneradas.

1.7 Restrições aos Direitos de Resgate do Cotista - Artigos 15 e 16

Nos termos da decisão de Colegiado no Processo CVM nº RJ-2008-4449, de 9/2/2010, é irregular o estabelecimento pelo administrador, no regulamento do fundo, de condições e restrições aos direitos de resgates de cotistas que não estejam previstas ou não respeitem os limites dos artigos 15 e 16 da Instrução.

Por outro lado, também reiterou aquela decisão de Colegiado que o Termo de Adesão tem fim específico, qual seja, o de registrar a entrega de determinadas informações aos cotistas (como,

aliás, já havia sido ressaltado também na decisão de Colegiado referente ao Processo CVM nº RJ-2008-7977), e assim, não é meio adequado para outras finalidades que não lhe são próprias, como, por exemplo, a outorga de poderes ou a concessão de direitos pelo cotista signatário ao administrador do fundo.

Quando do uso das faculdades previstas no artigo 16, o administrador deve ainda respeitar as diretrizes estabelecidas pela decisão de Colegiado do Processo CVM nº RJ-2009-0247, de 16/1/2009, onde se relembrou que é possível ao administrador, com base naquele dispositivo, suspender tanto a possibilidade de solicitação de novos resgates, quanto os procedimentos relacionados aos resgates já pedidos (independentemente de a cotização ter sido feita ou não), dado o objetivo do referido dispositivo da norma, que visa tutelar, de forma direta, muito mais a integridade do fundo (ou seja, a totalidade dos cotistas) do que do investidor que requereu o resgate.

Nesse mesmo sentido, em relação aos resgates já cotizados, mas ainda não pagos, não caberia a incidência do artigo 15, V, da Instrução, pois sua aplicação inviabilizaria, de certo, a própria possibilidade de suspensão dos resgates já solicitados mas ainda não pagos.

Ainda a respeito, conforme determinado naquela decisão, mantém os investidores do fundo a condição de cotistas até que seus respectivos pedidos de resgate tenham sido cotizados. Após a cotização, os investidores passam a ser considerados credores do fundo, com os direitos e deveres próprios dessa condição.

Quanto à aplicação do artigo 16 da Instrução, vale ainda mencionar a decisão de Colegiado referente ao Processo CVM nº RJ-2006-5768, de 30/1/2007, na qual se registrou o caráter taxativo da norma ao dispor sobre as possibilidades de deliberação nas assembleias convocadas com base naquele dispositivo, a saber: (1) a substituição do administrador, do gestor ou ambos; (2) a reabertura ou manutenção do fechamento do fundo; (3) o pagamento em títulos e valores mobiliários; (4) a cisão; ou (5) a liquidação do fundo.

1.8 Estabelecimento de Datas Fixas para Conversão de Cotas – Art. 15, I

É regular o estabelecimento de datas fixas e determinadas para a conversão de cotas, de que trata o art. 15, I, desde que o regulamento do fundo disponha sobre a matéria com clareza e objetividade, e o prospecto alerte quanto à especial condição de liquidez das cotas desse fundo, em atenção ao exigido pelo art. 39.

Ressaltamos que essa liberdade para a estipulação de prazos na conversão de cotas não se confunde com o prazo máximo, também cabível, de cinco dias úteis para o pagamento de pedidos de resgate, como previsto no Artigo 15, III, já que esse é um prazo que deve ser contado apenas a partir da realização da citada conversão de cotas.

1.9 Pagamento de Resgate Após Horário do Expediente Bancário – Art. 15, III

É prática comum no mercado a adoção da metodologia de cota de fechamento como parâmetro para o cálculo diário dos valores devidos para pedidos de resgate.

Entretanto, nos casos específicos em que o pagamento do resgate ocorre no mesmo dia do pedido, é certo que esse cálculo apenas pode ser realizado após o fechamento dos mercados em que o fundo atue, de maneira que o pagamento desse resgate é realizado em um horário onde talvez já não seja mais possível ao cotista a realização, por exemplo, de diversas movimentações bancárias com os recursos pagos, no caso de pagamento com crédito em conta corrente.

Assim, para um fundo que negocia seus ativos na Bolsa de Valores de São Paulo o pagamento do resgate apenas poderá ocorrer após as 17 horas, ou seja, em um horário onde já não podem mais ser realizadas Transferências Eletrônicas Disponíveis – TED.

Dessa forma, nas hipóteses em que o fundo prever pagamento de resgate no mesmo dia do pedido, e também adotar cálculo com base na cota de fechamento, é importante que investidores e cotistas sejam especialmente alertados, por meio de menção própria no prospecto, das restrições particulares de liquidez a que podem ser submetidos em razão de o pagamento do resgate ser realizado em horário que não permita mais a realização de diversas

movimentações bancárias com os seus recursos.

1.10 Limites Distintos de Aplicação, Movimentação e Permanência– Art. 40

Não há irregularidade na adoção de limites distintos de aplicação inicial mínima em um mesmo fundo de investimento, que variem de acordo com diferentes parcelas do público-alvo a que se destina. Como exemplo, citamos o uso de limites de aplicação inicial menores para investidores que já possuam outros investimentos com o mesmo administrador.

Nesse sentido, como é dada publicidade às regras de aplicação mínima do fundo no prospecto, não identificamos na adoção de limites diferenciados qualquer assimetria de informações ou quebra de fidúcia por parte do administrador. Dessa forma, essa diferenciação – desde que de acordo com critérios razoáveis e não arbitrários – não ofende o Princípio da Igualdade entre os Cotistas, ou qualquer outro dispositivo da Instrução.

O referido princípio tem por objetivo coibir diferenciações que causem danos ao investidor, o que não se aplica ao caso, já que não se vislumbra a superveniência de efeitos negativos àquele que investiu maior ou menor quantia para ingressar no fundo.

Por seu lado, em conformidade com o decidido na Reunião de Colegiado nº 47, de 9 de dezembro de 2008, é de se frisar também que essa possibilidade não se restringe apenas aos limites de aplicação inicial mínima, mas também, aos limites de movimentação, assim como ao limite mínimo de permanência do fundo.

Ressaltamos, todavia, que esses critérios devem constar sempre de forma clara e objetiva no prospecto do fundo, em conformidade com o exigido pelo art. 40, I e VI.

1.11 Meio de Disponibilização dos Documentos – Art. 48

Como é do conhecimento de todos, é dever do administrador garantir que a divulgação de quaisquer informações relacionadas ao fundo seja dada em iguais condições a todos os seus cotistas, em atenção, especialmente, ao que determina o art. 40, XIII.

Nesse contexto, considerando a grande abrangência da distribuição das cotas de certos fundos no mercado brasileiro, entendemos que a disponibilização dos documentos relativos às propostas submetidas às assembleias gerais, como previsto no art. 48, § 4º, deve ser feita de forma compatível com a dispersão dos investidores do fundo e com o meio utilizado pelo investidor para acessar informações do fundo e tomar sua decisão de investimento. Assim, por exemplo, é recomendável que a disponibilização se dê por meio da manutenção de um acesso próprio a esses documentos em sítio do administrador na rede mundial de computadores.

1.12 Utilização de Serviços On-line por Fundos de Investimento – Arts. 47 a 55

Nos termos de decisão de Colegiado no âmbito do Processo CVM nº RJ-2010-12738, a CVM considerou regular a adoção de sistemas eletrônicos que permitam a participação remota de investidores em assembleias gerais de fundos dos quais sejam cotistas.

Para viabilizar tal mecanismo, entendeu o Colegiado que é possível o acesso às informações dos cotistas envolvidos que sejam necessárias para a estruturação da plataforma eletrônica e a participação dos cotistas no conclave. Para tanto, não é necessária aprovação prévia de cada cotista, mas a adoção desse mecanismo e o compartilhamento das informações devem ser objeto de comunicação aos investidores envolvidos.

Ainda com o mesmo objetivo, não existe impedimento legal para, nesse sistema: (1) a adoção de procurações assinadas digitalmente com certificado digital privado, (2) a disponibilização de chat, blog ou fórum na Internet para a troca de informações ou comentários entre os cotistas, (3) o compartilhamento de informações obtidas por esse prestador de serviços com o administrador do fundo para fins de atualização cadastral do cotista, ou ainda, (4) a transmissão ao vivo das assembleias gerais pela rede mundial de computadores.

1.13 Gestão Compartilhada em Fundos de Investimento – Art. 56

Em decisão tomada em reunião de 6.5.2008, o Colegiado da CVM considerou regular a constituição de fundo de investimento que conte com a contratação de mais de um gestor, uma vez que não contraria nenhuma norma regulamentar, sendo consequência natural da crescente especialização dos mercados de administração de recursos de terceiros.

Naquela mesma decisão, o Colegiado verificou também que a contratação de dois gestores para o fundo foi objeto de deliberação em assembléia geral de cotistas convocada com esse fim, em conformidade com o art. 47, II, da citada Instrução, e que a responsabilidade pelos atos de gestão foi integralmente assumida, em regime de solidariedade contratual, por ambos os prestadores de serviço.

Assim, ao reconhecer a regularidade da gestão compartilhada em um fundo de investimento, aquela decisão exigiu que fossem respeitadas, entretanto, as seguintes condições:

(i) celebração de contrato nos termos do art. 56, § 1º, que (1) assegure a responsabilidade solidária dos gestores pelos atos de gestão compartilhada; (2) conceda autorização para ordens, perante o custodiante do fundo, limitada ao mercado específico de atuação de cada gestor, em atenção ao art. 59, Parágrafo único, I; e (3) autorize o administrador a intervir como árbitro em caso de eventuais conflitos nas decisões de investimento.

(ii) alerta aos investidores, através do regulamento e do prospecto, de que a gestão será exercida por mais de um prestador de serviços, de maneira a informar, com destaque, a atribuição específica de cada um; e

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

Na oportunidade de divulgação do presente ofício circular, a CVM vem se empenhando para adequar seu sistema eletrônico de recepção de informações, de modo a permitir a inclusão de mais de um gestor em fundo de investimento. No entanto, enquanto não estiver disponível, na CVMWeb, o envio de informações sobre mais de um gestor, o administrador deve destacar a condição do fundo ao mercado e a seus investidores, por meio do envio de fato relevante a respeito, como previsto no art. 72 da Instrução.

1.14 Comitê Consultivo em Fundos de Investimento – Art. 63, *caput*

Em decisão sobre consulta formulada a respeito da possibilidade de constituição de fundo de investimento com comitê consultivo remunerado pelo próprio fundo (RJ-2009-3936), foi ressaltado que, com base nos princípios previstos no art. 37 da Constituição da República e art. 2º da Lei nº 9.784/99, a concessão de exceções ao cumprimento de disposições normativas da CVM deve sempre ser dada com extremo cuidado, e apenas em casos onde fique evidenciada a existência de um interesse público na autorização que a justifique no caso concreto.

Ainda, lembrou o Colegiado, ao apreciar consulta desta Superintendência nesse sentido, que os fundos de investimento registrados na CVM, mesmo que não prevejam a aplicação em valores mobiliários ou não se destinem à distribuição pública, estão sujeitos a todos os ônus inerentes à condição de fundos registrados.

Assim, em tais casos o registro deverá ser examinado e concedido como se o esforço de venda pública das cotas fosse realizado, e o fundo fica sujeito a todas as normas impostas pela regulamentação da CVM, nos termos, ainda, da decisão de Colegiado tomada no âmbito do Processo CVM RJ-2005-2345, de 21/2/2006.

1.15 Promessa de Rentabilidade Mínima – Art. 64, V

O Colegiado, em reunião de 14.2.2008, no âmbito do processo CVM RJ-2007-10500, ressaltou que a promessa de rentabilidade predeterminada, a que se refere o art. 64, inciso V, da Instrução, é aquela considerada leviana e ilusória, ou seja, que possa induzir o investidor a julgar que o investimento é isento do risco de não remunerá-lo como prometido.

Assim, uma perspectiva de rentabilidade aferível por parâmetros estritamente objetivos e antecipadamente conhecidos, quando acompanhada dos necessários alertas de que essa rentabilidade pode não ser obtida, não caracteriza uma "*promessa de rendimento predeterminado*", o que afastaria a vedação em análise.

É importante dizer que parâmetros objetivos e antecipadamente conhecidos não se confundem com a mera expectativa, opinião ou desejo do administrador, ainda que teoricamente fundamentados. Nesse sentido, são exigidos mecanismos, tais como opções de venda, contratos de seguro, etc., que permitam assegurar o alcance da rentabilidade almejada, a despeito de oscilações típicas de mercado.

Dessa forma, qualquer que seja a garantia adotada, deve sempre ser esclarecida sua natureza e extensão, com a inclusão de advertência de que sua adoção não exclui completamente o risco de a rentabilidade visada não ser atingida. Essa mesma lógica vale também para a divulgação de informações na venda ou distribuição de cotas de fundos, como reguladas pelo art. 74 da Instrução.

1.16 Reestruturações de Famílias de Fundos de Investimento – Art. 64, VI

Em decisões tomadas na Reunião de 17.06.08, o Colegiado da CVM estabeleceu as diretrizes e os parâmetros que devem ser observados nas solicitações de aprovação ou de dispensa de cumprimento de requisitos previstos na Instrução para reestruturações de famílias de fundos de investimentos, com pedidos de negociação de ações, cotas de fundos abertos e outros ativos fora de mercado de bolsa ou balcão, e assim, em dispensa às vedações contidas nos Artigos 12, 64, VI e 110, I da Instrução.

Com o objetivo de tornar o trâmite de tais operações mais célere, a CVM delegou competência a esta Superintendência para autorizar transferência de ativos de fundos de investimento de forma privada, mediante a edição da Deliberação CVM nº 546, de 4 de agosto de 2008.

Como regra, essas operações envolvem a constituição de um fundo que passa a concentrar uma política de investimentos já adotada de forma dispersa por diversos fundos de investimentos existentes. Por seu lado, estes fundos são transformados em fundos de cotas que passam a ter como objetivo investir, exclusivamente, naquele fundo.

A necessidade de consulta existirá quando essas operações envolverem fundos que não sejam destinados exclusivamente a investidores qualificados, pois, em caso contrário, a operação entre os fundos pode ocorrer com base no Artigo 110, I, da Instrução.

Preliminarmente, convém observar que o exame dessas consultas se limita à verificação, pela área técnica, da viabilidade, conveniência e oportunidade de dispensa do requisito contido na citada norma, razão pela qual reiteramos que, nesses casos, não se emite qualquer juízo de valor sobre as operações apresentadas.

Ressaltamos que, caso os referidos fundos possuam em carteira cotas de outros fundos de investimento abertos, deverá ser também detalhada, no pedido, qual o tratamento que o administrador pretende dar a esses ativos, considerando a vedação para transferência de titularidade imposta pelo art. 12 da Instrução.

Ademais, observamos que a vedação tratada pelo art. 64, VI se limita à negociação específica de ações fora de bolsa ou mercado de balcão, motivo pelo qual estão dispensadas de prévia avaliação por esta Autarquia as operações que envolvam fundos que não possuam ações ou cotas de fundos abertos na carteira.

Relembramos que, nas referidas operações, deverá ser demonstrado pelo administrador que não haverá qualquer prejuízo aos cotistas em decorrência da operação, como alteração da política de investimento a que os investidores ficarão expostos; modificação do tratamento tributário; mudanças nas taxas de administração e performance totais cobradas; ou alterações nas condições de resgate.

Por seu lado, como esses processos envolvem a alteração de regulamento, é requisito para sua aprovação que a reestruturação, com todo o detalhamento cabível das vantagens e riscos aos cotistas, seja levada à apreciação dos cotistas envolvidos em assembléia geral convocada para

esse fim.

Ainda, deverá ser demonstrada uma suficiente homogeneidade entre as carteiras, que possa evidenciar uma semelhança entre os fundos que justifique a consolidação das carteiras em um único fundo *Máster*, e também para que se comprove que não há miscigenação, na operação, de fundos com investidores de perfis de risco distintos.

Também nesse aspecto, cabe ao administrador demonstrar que a carteira contém apenas ativos de confiável precificação, para que se garanta que alguns fundos não sejam prejudicados em relação a outros na conferência de ativos, que deverá ser sempre realizada a valor de mercado.

Convém observar que essa estrutura permite que alguns fundos de uma mesma família possam apresentar diferenças em aspectos relevantes, como o prazo para a cotização do resgate, o que implica um risco de que, em cenários de demandas significativas por resgates, o fundo com maior prazo para atendê-los seja prejudicado em relação aos demais.

Nestes casos, enfatizamos a necessidade de que o referido risco seja ressaltado na convocação à assembleia geral que deliberará pela reestruturação do fundo com prazo maior de resgate, e também, de que conste alerta específico, no prospecto desse fundo, para esse risco em particular.

Por fim, é condição para a regularidade da operação que os fundos que serão transformados em fundos de cotas respeitem o disposto no Artigo 102 da Instrução. As demonstrações contábeis e o parecer de auditoria independente relacionados à operação deverão ser arquivados pelo administrador e mantidos à disposição da CVM.

1.17 Exercício de Opções de Venda de Ações em Ofertas Públicas – Art. 64, VI

Ao deliberar sobre consulta formulada por participante de mercado no Processo CVM nº RJ-2011-5965, o Colegiado ressaltou que o exercício de opção de venda de acionistas remanescentes em uma oferta pública de aquisição de ações regulada pela Instrução CVM nº 361/02 não deve ser considerada como uma operação privada vedada pelo Art. 64, VI, da Instrução, uma vez que representam mera "continuação da oferta previamente realizada em ambiente de bolsa".

Por essa razão, informamos que em linha com a citada decisão de Colegiado não se aplicam as vedações previstas no Artigo 64, VI, da Instrução para os fundos de investimento que se enquadrem nas condições previstas pelo artigo 10, §§ 2º e 3º, da Instrução CVM nº 361/02.

1.18 Objetivos de Investimento – Arts. 65, XIII e 65-A

Entende esta Superintendência como positivo o estabelecimento de referências objetivas para evidenciar as metas de rentabilidade (desde que não constituam garantia de resultados futuros, nos termos do art. 74) que o fundo pretende atingir, como, por exemplo, percentuais sobre índices conhecidos do mercado (CDI, Ibovespa, IbrX-100, etc.) ou percentuais fixos acima de determinado índice de preços (IPCA, IGP-M, etc), já que servem como mais uma informação a respeito das metas e objetivos de gestão do fundo, conforme art. 40, I, da Instrução.

Entretanto, alertamos que tais metas devem sempre ser baseadas em expectativas razoáveis e objetivamente calculadas dos resultados que o fundo espera obter em função da política de investimento e estrutura de custos que adota.

Assim, qualquer referência objetiva deverá levar em conta, além da própria política de investimento do fundo, também as despesas que serão incorridas pelo fundo, como aquelas decorrentes, por exemplo, da cobrança de taxas (administração e performance, quando houver), além dos encargos previstos no artigo 99 da Instrução.

1.19 Limites de Investimento em Ações do Próprio Administrador, Gestor ou Empresas Ligadas – Art. 86, § 2º, e 95-B

Ao responder consulta apresentada pela Superintendência de Relações com o Mercado e Intermediários, o Colegiado da CVM, ao decidir sobre o Processo CVM nº RJ-2007-12876,

consignou a possibilidade de constituição de fundos de investimento das classes Ações ou Multimercado que prevejam o investimento de mais de 95% de seu patrimônio líquido em determinada ação de emissão do administrador, do gestor ou de empresa ligada, dadas as permissões contidas no art. 95-B, § 2º e art. 97, § 3º, da Instrução, e desde que respeitadas as condições previstas naqueles dispositivos.

Vale lembrar que o fundamento para a concessão foi o fato de que a vedação contida no art. 86, §2º não é propriamente uma regra de diversificação de risco, mas, antes disso, uma regra de conflito de interesses que tem por objetivo evitar que recursos do fundo sejam utilizados para dar liquidez ou sustentar cotações de papéis emitidos por empresas do mesmo grupo que o administrador ou o gestor.

Assim, o Colegiado concluiu que o disposto no art. 86, §2º não deveria ser aplicado ao caso em que o objetivo declarado do fundo, conhecido do investidor, consiste em aplicar exclusivamente os recursos do fundo em valores mobiliários de emissão do administrador, do gestor ou de alguma empresa a eles ligada.

1.20 Investimento em Cotas de FIPs pelos FIs qualificados 110-B e 110-A – Artigo 86, § 10, II

Como sabido, é vedado aos fundos de investimento o investimento em cotas de outros fundos de investimento que não estejam previstos no artigo 87, I, conforme previsão do artigo 86, § 10, II, da Instrução.

Entretanto, o Colegiado, em decisão referente ao Processo CVM nº RJ-2009-12749, tomada na Reunião de 10/8/2010, deliberou no sentido de que a referida vedação não se estenderia aos fundos exclusivos (artigo 111-A) ou aqueles de aplicação inicial mínima de R\$ 1 milhão (artigo 110-B), uma vez que estão expressamente dispensados da observância dos limites de concentração por modalidade de ativo previstos no artigo 86 da Instrução.

Assim, a esses fundos é possível a aplicação em cotas de outros fundos de investimento não listados no artigo 87, I, da Instrução, como por exemplo, mas não limitadamente, os Fundos de Investimento em Participações (FIPs), Fundos de Investimento em Cotas de Fundos de Investimento em Participações (FICFIPs) e os Fundos de Investimento em Direitos Creditórios Não-Padronizados (FIDC-NPs).

Entretanto, vale lembrar que a dispensa de atendimento a esses limites não dispensa nenhum fundo (nem mesmo os exclusivos ou de aplicação inicial mínima de R\$ 1 milhão) de observância do disposto no inciso I do § 10, dado o objetivo específico e distinto desse dispositivo, que tem a intenção de preservar a integridade do patrimônio do fundo.

1.21 Investimento em Cotas de FIDCs e FICFIDCs – Artigo 87, I, e 112, § 5º

Em linha com a decisão referente ao Processo CVM nº RJ-2009-7903, de 16/3/2010, o Colegiado reiterou a possibilidade de aplicação, pelos fundos de investimento e fundos de investimento em cotas de fundos de investimento, em cotas de Fundos de Investimento em Direitos Creditórios ("FIDCs") e de Fundos de Investimento em Cotas de Fundos de Investimento em Direitos Creditórios ("FICFIDCs").

Dessa forma, o Colegiado, ao examinar a questão, ressaltou a aplicabilidade das previsões contidas no artigo 87, I, da Instrução CVM nº 409/04, para os fundos de investimento; e do artigo 112, § 5º, para os fundos de investimento em cotas de fundos de investimento, desde que observem os limites previstos para tanto naquela Instrução.

Ainda no que se refere à aplicação e incidência do artigo 87, I, da Instrução, vale também lembrar o teor da decisão de Colegiado do Processo CVM nº RJ-2009-7219, julgado em 1º/6/2010, na qual, em resposta a uma consulta, ficou decidido que quaisquer operações compromissadas que não sejam lastreadas especificamente em títulos públicos, em conformidade com a dispensa contida no art. 87, II, "a", da Instrução, devem ser computadas no limite geral previsto no artigo 87, I, daquela norma.

Nesse ponto, entendeu o Colegiado da CVM que dispensar o atendimento ao limite do art. 87, I, da Instrução a operações compromissadas de outras naturezas dependeria de alteração da norma, o que não seria apropriado fazer no escopo de uma consulta, mas sim, no âmbito de um

rito regular e convencional de alteração normativa que conte, inclusive, com a participação do mercado em um processo de audiência pública.

1.22 Aplicação em Cotas de Fundos de Índice de Ações (Art. 87, I, f)

A Instrução CVM Nº 359/02 disciplinou a constituição e o funcionamento dos Fundos de Índice com cotas negociadas em bolsa de valores ou mercado de balcão organizado.

As cotas de Fundo de Índice representativo de carteira de ações são valores mobiliários com características semelhantes às cotas de fundos de investimento em ações, podendo ser adquiridas por fundos de investimentos e fundos de investimento em cotas.

Em função dessas características peculiares, surgiram dúvidas nos participantes do mercado acerca do enquadramento desses valores mobiliários nas disposições da Instrução, razão pelo qual entendemos ser necessário fazer os seguintes esclarecimentos:

a) As cotas de Fundo de Índice podem ser objeto de operações de empréstimo na forma da legislação em vigor, nos termos da Deliberação CVM nº 471/04;

b) Independentemente dos títulos e valores mobiliários mantidos em carteira, o Fundo de Índice deve ser considerado como emissor para efeitos de atendimento do limite estabelecido no Artigo 86, assim como as cotas de sua emissão devem ser consideradas como ativos financeiros, para fins do limite previsto no Artigo 87;

c) As cotas de Fundo de Índice de ações devem ser consideradas, em conjunto com os demais valores mobiliários listados no § 1º, inc. I, do art. 95-B, para fins de enquadramento do fundo de investimento como fundo de ações;

d) Desde que previsto em seu regulamento, um Fundo de Investimento em Cotas de Fundo de Investimento em Ações ou um Fundo de Investimento em Cotas de Fundo de Investimento Multimercado pode aplicar até 100% de seu patrimônio líquido em cotas de Fundo de Índice de ações, tendo em vista o disposto no art. 112, § 4º.

1.23 Patrimônio líquido mínimo – Art. 105

O Artigo 105 da Instrução explicita que, após 90 dias do início de atividades, o fundo aberto que mantiver, a qualquer tempo, patrimônio líquido médio diário inferior a R\$ 300.000,00 pelo período de 90 dias consecutivos deve ser imediatamente liquidado ou incorporado a outro fundo.

Assim, para os efeitos de tal regra, o cálculo dos patrimônios líquidos médios diários deve ser efetuado apenas depois de transcorrido o prazo de 90 dias do início das atividades do fundo, que ocorre quando da primeira integralização de cotas do fundo.

Por esse motivo, consigna-se que a obrigatoriedade de liquidação ou incorporação a outro fundo, exigida pelo Artigo 105, apenas poderá ocorrer, na mais desfavorável das hipóteses, depois de 180 dias da primeira integralização de cotas do fundo.

1.24 Cancelamento do Registro de Fundos de Investimento – Art. 107

O cancelamento do registro de um fundo de investimento exige o envio de documentos à CVM que comprovem o encerramento do fundo e o pedido de baixa do fundo no Cadastro Nacional de Pessoas Jurídicas - CNPJ.

Em determinadas circunstâncias, um fundo de investimento que já tenha seu encerramento deliberado por assembléia geral de cotistas ou determinado pelo resgate total de suas cotas não consegue efetuar-lo, por razões exógenas e alheias à vontade de seu administrador e cotistas.

São exemplos de razões que impedem o regular encerramento do fundo nesses casos: (1) decisões judiciais que determinam a manutenção do fundo em funcionamento; (2) ativos em carteira sem nenhuma liquidez; e (3) dividendos e outros proventos declarados em favor do fundo, mas que ainda não foram pagos.

Esses fundos, diante da particular situação por que passam, também costumam apresentar patrimônios líquidos inferiores a R\$ 300.000,00, o que os sujeitaria, a princípio, à imediata

liquidação ou incorporação a outro fundo, nos termos do Artigo 105.

Assim, nos termos da Deliberação CVM nº 571, de 31/3/2009, ficou definido que, nesses casos excepcionais, poderá o administrador do fundo de investimento requerer a esta Superintendência a dispensa da obrigação de liquidação ou se sua incorporação a outro fundo, juntamente ou não com o cancelamento do seu registro na CVM, desde que seguintes requisitos sejam atendidos:

- a. Os pedidos de dispensa e de cancelamento devem ser circunstanciados;
- b. A dispensa e o cancelamento devem ser aprovados pela totalidade dos cotistas do fundo reunidos em assembléia geral;
- c. Comprovação de situação excepcional que impeça a liquidação de todos os ativos remanescentes na carteira do fundo; e
- d. Declaração do administrador de que permanece responsável pela administração do fundo e que as cotas não serão mais ofertadas publicamente. Os distribuidores contratados devem atestar que não mais ofertarão tais cotas.

1.25 Investidores Qualificados – Art. 109

Por força de consultas de participantes do mercado a respeito do tema, vimos relembrar que o art. 109, § 2º, da Instrução é dispositivo de caráter transitório, que apenas teve por objetivo disciplinar a situação de cotistas que, à época da entrada em vigor da Instrução, atendiam aos requisitos de qualificação até então vigentes, mas que não se enquadravam naqueles previstos pela nova norma.

Assim, relembramos o entendimento do Colegiado sobre a matéria, manifestado em 19.04.05 através de [Comunicado ao Mercado](#), de que os fundos de investimentos já adaptados à Instrução 409/04 que venham a se transformar em fundos para investidores qualificados, não poderão manter seus cotistas que, no momento da alteração, não atendam aos requisitos de qualificação da Instrução.

Ainda nos termos daquele comunicado, relembramos que o permissivo transitório contido no dispositivo apenas se estende a cotistas que sejam fundos de varejo (não-destinados exclusivamente a investidores qualificados) se, alternativamente, esses fundos (a) forem transformados em fundos para investidores qualificados, caso em que seus antigos cotistas, mesmo não sendo investidores qualificados, poderão neles permanecer; ou (b) não admitirem novos cotistas, o que, em termos práticos, significará o seu fechamento para aplicações, nos termos do art. 17 da Instrução.

1.26 Aplicação inicial de R\$ 1.000.000,00 – Art. 110-B

Como sabido, os fundos destinados a investidores qualificados, cujos regulamentos exijam investimento mínimo por investidor de um milhão de reais, não precisam obedecer aos limites de concentração por emissor e por modalidade de ativo financeiro estabelecidos nos Artigos 86 e 87.

Assim, com fundamento no Artigo 110-B, seus regulamentos pode prever, com maior liberdade, suas políticas de investimento. Os seus limites de concentração por emissor e por modalidade de ativos financeiros, em geral, são mais flexíveis que os aplicáveis aos demais fundos de investimento.

Nesse sentido, é importante ressaltar que o investimento mínimo requerido pela norma é um limitador a ser considerado quando da verificação da adequação do produto oferecido ao objetivo de investimento, perfil de risco e capacidade financeira para tolerar perdas do investidor (regra de *suitability*).

Assim, a averiguação do requisito de aplicação mínima deve ocorrer quando do ingresso do investidor no fundo. Por essa razão, não há na legislação exigência de manutenção, pelo investidor, de qualquer valor mínimo no fundo, ou ainda, de valores mínimos pré-determinados para aplicações adicionais. Não obstante, regras estabelecendo valores mínimos para manutenção de recursos aplicados em cotas podem ser estabelecidas em regulamento.

Todavia, situações de resgates parciais em curto espaço de tempo após a aplicação inicial, de modo que os cotistas possam permanecer no fundo com valores inferiores ao investimento inicial, podem configurar para a área técnica a hipótese de tentativa de burla ao objetivo da norma.

1.27 Investimento em Cotas de FICFIPs – Artigo 112, §§ 5º e 6º

Nos termos de decisão de Colegiado referente ao Processo CVM nº RJ-2009-8053, de 1/9/2009, é possível a aplicação, pelos fundos de investimento qualificados no artigo 112, § 6º, em cotas de Fundos de Investimento em Cotas de Fundos de Investimento em Participações ("FICFIPs").

Nesse sentido, relembramos que, ainda segundo aquela decisão, a ausência de previsão no § 6º do art. 112 da possibilidade de aplicação em cotas de FICFIPs constitui um erro material que não encontra qualquer justificativa razoável.

Por essa razão, deve ser afastada uma interpretação meramente literal do dispositivo, em prestígio às finalidades da norma, de forma a reconhecer, nessa direção, a possibilidade de os FICFIPs previstos no artigo 112, § 6º, investirem em cotas de FICFIPs.

2. Instrução CVM nº 306/99 – Administração de Carteiras

2.1 Empresas Ligadas – Art. 7º, §§ 5º e 6º

A regra de exceção do referido dispositivo permite ao diretor, gerente delegado ou sócio responsável pela administração de carteiras de valores mobiliários na sociedade exercer essa mesma atividade em outras empresas, desde que ligadas, "conforme definidas em lei" (artigo 7º, § 6º, parte final da Instrução).

Diante da ausência de lei – em sentido estrito – que defina o conceito de empresas ligadas, esta área técnica tem subsidiado seu entendimento com base em outras normas editadas pela CVM e que também possuam o mesmo fundamento, qual seja, a prevenção de hipóteses de conflitos de interesse.

Assim, citamos os conceitos trazidos pelo disposto no artigo 3º da Instrução CVM nº 149/91 e artigo 86, § 2º, da Instrução CVM nº 302/99, que consideram duas empresas como ligadas quando (1) uma delas ou seus administradores, e respectivos cônjuges, companheiros ou parentes até o 2º grau, detiverem participação superior a 10% do capital social da outra, ou ainda, quando (2) possuírem em comum administradores ou sócios com participação superior a 10% de ambos os capitais sociais.

Nesse mesmo sentido, fazemos menção ao disposto no artigo 29, Parágrafo único, da Instrução CVM nº 359/02, que considera duas empresas ligadas quando (1) uma delas – ou seus controladores e administradores – ocupe cargo de administração, ou ainda, individualmente ou em conjunto, detenha participação superior a 10% do capital social da outra; ou quando (2) uma for controlada pela outra.

Por fim, cabe ressaltar que – apesar de expressamente revogadas – entendemos as Instruções CVM nº 149/91 e 302/99 como fontes idôneas e adequadas às conclusões expostas, já que se limitam a servir como subsídio para a melhor interpretação do conceito de empresas ligadas.

2.2 Informe Anual de Administradores de Carteiras (ICAC) – Art. 12

O Artigo 12 da Instrução dispõe que o administrador de carteiras credenciado na CVM deve encaminhar, até 31 de maio de cada ano, informações relativas às carteiras que administra, com base nas posições de 31 de março do mesmo ano, além de informações cadastrais atualizadas.

É importante observar que essa obrigação deve ser cumprida mesmo que o administrador não tenha recursos sob sua administração e, ainda, que não seja necessária qualquer alteração nos cadastros desta Autarquia.

Também é obrigatório o envio do ICAC por administrador credenciado, pessoa natural, que seja responsável pela administração de carteiras de valores mobiliários em pessoa jurídica autorizada pela CVM a exercer tal atividade.

A referida atualização anual deve ser encaminhada através do ambiente de acesso restrito do administrador disponível na *CVMWeb*, no item "*Envio de Documentos Via Formulário*", opção "*Informe Cadastral*", tipo de informe "*Anual (Obrigatório)*", função "*Enviar Documentos*".

Depois de efetuado o lançamento do informe, é possível e recomendável consultar o sistema para verificar se a informação foi acatada pelo sistema. Para tanto, de igual forma, deve ser acessado o item "*Envio de Documentos Via Formulário*", opção "*Informe Cadastral*", função "*Pesquisar Documento*". Para consultar, por exemplo, o informe encaminhado até 31/5/2009, deverá ser informado ainda como ano de pesquisa o de "2009".

Por fim, recordamos que a falta ou atraso no envio do citado informe pode ensejar a aplicação de multa cominatória, nos termos do disposto no Artigo 20 da Instrução, e em conformidade, ainda, com as exigências dos Artigos 3º e 11 da Instrução CVM nº 452/07.

2.3 Informe Eventual para Atualização Cadastral de Administradores de Carteiras (ICACE) – Art. 12

Sem prejuízo da obrigação descrita no item 2.1, sempre que houver a necessidade de atualização dos dados cadastrais do credenciado, esta deve ser feita diretamente na área de acesso restrito disponível na *CVMWeb*, no item "*Envio de Documentos Via Formulário*", opção "*Informe Cadastral*", tipo de informe "*Eventual*", função "*Enviar Documentos*".

A atualização deve ser providenciada em até 15 dias da ocorrência da alteração cadastral, nos termos previstos pelo Artigo 12, Parágrafo único.

Alertamos, porém, que no caso de a atualização se referir à mudança de denominação ou do responsável da administradora de carteiras - Pessoa Jurídica, outro procedimento deve ser adotado.

No caso de mudança de denominação, a atualização deve ser informada à CVM através de correspondência firmada pelo Diretor Responsável, acompanhada de cópia do instrumento societário comprobatório da mudança de denominação da pessoa jurídica e, ainda, quando se tratar de instituição financeira, registro e homologação do Banco Central do Brasil.

No caso de mudança de responsável da administradora, a atualização deve ser informada à CVM mediante correspondência firmada pelo novo Diretor Responsável, acompanhada de cópia do instrumento societário comprobatório de sua nomeação e, ainda, quando se tratar de instituição financeira, homologação do Banco Central do Brasil.

Há, ainda, uma terceira hipótese que requer petição por correspondência: quando ocorre concomitantemente o esquecimento da senha de acesso à *CVMWeb* pelo usuário e mudança de seu e-mail, sem que tal fato tenha sido objeto de atualização no *Informe Cadastral*.

Relembramos, por fim, a importância de o credenciado manter sempre atualizado o seu cadastro na CVM, já que os dados ali constantes são utilizados para quaisquer notificações ao interessado, inclusive, para aquelas que alertam para a incidência de multas cominatórias previstas na regulação desta Comissão.

2.4 Segregação de Atividades – Artigo 15

Um dos aspectos mais relevantes na condução das atividades de uma sociedade credenciada como administradora de carteiras de valores mobiliários diz respeito aos procedimentos de segregação de atividades adotados, com o objetivo de garantir uma eficiente política de administração dos conflitos de interesse que são inerentes a sua própria atividade.

Assim, no entender desta Superintendência, o estabelecimento de políticas adequadas para a segregação das atividades, sem prejuízo de outras iniciativas, pode colaborar para que sejam asseguradas tomadas de decisão de investimento que respeitem o melhor interesse dos clientes da instituição.

Nesse contexto, é recomendável a existência de manuais escritos, que detalhem as regras e os procedimentos adotados pela administradora para o atendimento do Artigo 15 da Instrução, bem como documentos que formalizem políticas mencionadas abrangendo, pelo menos, o conteúdo

descrito a seguir:

- a. Políticas de Segregação das Atividades (Artigo 15, inciso I) – apresentado apenas quando a empresa desenvolva mais de uma atividade. Visa demonstrar a total separação das áreas ou apresentar as regras de segregação adotadas, com discriminação, no mínimo, daquelas relativas às instalações e equipamentos, com detalhamento, pelo menos, dos computadores utilizados, redes, fac-símiles, telefones e arquivos;
- b. Políticas de Confidencialidade (Artigo 15, inciso II) – definem as políticas de sigilo e conduta adotadas, com detalhamento das exigências cabíveis, no mínimo para os seus sócios, administradores, colaboradores e funcionários. Além disto, estas regras devem identificar os detentores de informações privilegiadas em função de seu cargo ou atribuição, de forma a estabelecer uma Barreira de Informações com os demais funcionários;
- c. Políticas de Treinamento (Artigo 15, inciso III) – apresentam as políticas de educação para, pelo menos, seus sócios, administradores, colaboradores e funcionários. Tem como finalidade dar a todos o conhecimento das políticas de segregação da sociedade, para garantir a elas efetividade. Poderá existir, além do Termo de Adesão específico desta Política, também declaração do envolvido onde conste ter sido treinado em consonância com a Política de Treinamento apresentada, e o seu perfeito entendimento das Políticas de Segregação adotadas;
- d. Políticas de Segurança (Artigo 15, inciso IV) – detalham as políticas de controle de acesso às informações confidenciais, pelo menos por parte de seus sócios, administradores, colaboradores e dos funcionários que a possuem. Além disto, deve ser sempre possível identificar os possuidores dessas informações para responsabilização em caso de vazamento;
- e. Políticas de Negociação Pessoal (Artigo 15, inciso V) – expressam as políticas de restrição para negociações com valores mobiliários, no mínimo, por parte dos sócios, administradores, colaboradores e funcionários, e em especial, dos que possuem informações privilegiadas. Devem figurar especificamente no Termo de Adesão Individual.

Os referidos Manuais, dessa forma, devem prever, ao menos, disposições relacionadas às (1) políticas adotadas pela sociedade, com descrição clara, objetiva e detalhada dos critérios corporativos adotados, e que conte com modelo do Termo de Adesão que deverá ser assinado pelo interessado; (2) *compliance*, que conte com descrição da forma como será feito o acompanhamento das políticas, e a designação do responsável por essa atividade; e (3) *enforcement*, com previsão das sanções cabíveis em caso de descumprimento das políticas, e também do responsável designado para essa atividade.

3. Resolução CMN nº 2.689/00 - Registro de Investidores Não Residentes

3.1 Contrato de Representação – Art. 5º

Como sabido, é obrigação do representante do investidor não residente manter a guarda, e fornecer sempre que requisitado, nos termos do Artigo 5º da Instrução CVM nº 325/00, os respectivos contratos de custódia e representação assinados com o cliente, assim como os formulários previstos naquela Resolução.

Nesse sentido, lembramos que, em até 15 dias após a constituição das carteiras desses investidores, deverá ser enviado à CVM o número do Registro Declaratório Eletrônico (RDE) das carteiras constituídas, e que deverá contar com declaração do representante nos seguintes termos:

"Declaro estar de posse da documentação comprobatória dos contratos de representação e custódia e do Formulário Anexo à Resolução CMN nº 2.689/00, pelos quais me responsabilizo."

Ainda a respeito, consignamos que eventuais alterações cadastrais de investidores não residentes, nos termos do 5º, II, da Resolução, não precisam vir acompanhadas de documentação comprobatória das alterações ocorridas, mas apenas de declaração do

representante de que está de posse dessa documentação, e de que se responsabiliza pela sua guarda e apresentação à CVM, quando requerida.

Por fim, recordamos que a manutenção cadastral na CVM não implica atualização automática em registros de outros órgãos da Administração Pública, como o Banco Central do Brasil e a Receita Federal do Brasil. Assim, essas atualizações, quando necessárias, deverão ser promovidas, por meio próprio, pelo representante do investidor não residente.

3.2 Exercício de Opções de Venda de Ações em Ofertas Públicas – Art. 8º

Ao deliberar sobre consulta formulada por participante de mercado no Processo CVM nº RJ-2011-5965, o Colegiado ressaltou que o exercício de opção de venda de acionistas remanescentes em uma oferta pública de aquisição de ações regulada pela Instrução CVM nº 361/02 não deve ser considerada como uma operação privada vedada pelo Art. 8º da Resolução, uma vez que representam uma mera "continuação da oferta previamente realizada em ambiente de bolsa".

Por essa razão, informamos que em linha com a citada decisão de Colegiado não se aplicam as vedações previstas no Artigo 8º da Resolução para os investidores não residentes que se enquadrem nas condições previstas pelo artigo 10, §§ 2º e 3º, da Instrução CVM nº 361/02.

3.3 Cessão Gratuita de Recibos de Subscrição – Art. 8º, e Parágrafo único

Nos termos da decisão de Colegiado de 13/10/2009, tomada no âmbito do Processo CVM nº RJ-2009-5699, informamos que é regular a cessão gratuita de recibos de subscrição por parte de investidor não residente registrado sob a Resolução CMN nº 2.689/00, uma vez que não se caracteriza, tanto na condição de cedente quanto na de cessionário desses direitos gratuitos, "o ingresso de recursos novos no País ou a utilização de recursos já ingressados por meio da Resolução 2.689/00".

Ainda conforme aquela decisão, embora a posterior subscrição de ações de emissão da companhia objeto de tais direitos seja realizada com recursos ingressados por meio da Resolução CMN nº 2.689/00, tais operações também não são consideradas irregulares, pois a hipótese da subscrição é citada expressamente no artigo 8º, § 1º, como uma das exceções à vedação de realização de operações fora de mercados de bolsa ou balcão organizado.

4. Instrução CVM nº 388/03 – Analistas de Valores Mobiliários

4.1. Análises Gráficas Divulgadas Através da Internet - art. 2º

A Instrução CVM Nº 388/03 traz em seu art 2º a definição da atividade de analista de valores mobiliários. Tal definição engloba todos aqueles que, em caráter profissional, elaboram recomendações, relatórios de acompanhamento e estudos para divulgação ao público, que auxiliem na tomada de decisão de investimento, independentemente da metodologia utilizada para tal.

Assim, tanto o analista gráfico como o analista fundamentalista estão compreendidos pela definição normativa de analista de valores mobiliários. Ambos devem comprovar a sua qualificação técnica através do credenciamento na entidade credenciadora e, posteriormente, obter o registro na CVM, para que possam exercer essa atividade.

Nesse sentido, cabe esclarecer que as análises gráficas e as recomendações decorrentes dessas análises, divulgadas em *sites*, *chats* ou *blogs* especializados na Internet, se realizadas em caráter profissional, devem ser elaboradas e divulgadas apenas por profissionais credenciados pela entidade credenciadora e registrados na CVM.

5. Instrução CVM nº 43/85 – Consultores de Valores Mobiliários

5.1. Credenciamento

O Colegiado da CVM, em reunião de 19/08/2008, estabeleceu os requisitos a serem exigidos para fins da concessão do credenciamento de consultor de valores mobiliários para pessoas naturais e

jurídicas, consubstanciados nos documentos que devem instruir os pedidos de credenciamento.

Os documentos demandados são os seguintes:

1. Pessoas naturais:

(i) requerimento assinado pelo interessado que conte com as razões pelas quais entende estar apto para o exercício da atividade;

(ii) cópia do currículo e dos comprovantes dos principais cursos nele mencionados;

(iii) comprovante de inscrição no CPF e cópia da carteira de identidade;

(iv) documentação que comprove a sua experiência e que circunstancie a natureza das atividades exercidas pelo interessado, devendo sua experiência profissional em atividade que revele aptidão para a análise de investimentos perfazer prazo mínimo de 3 anos (esta exigência fica dispensada para os credenciados como analistas de valores mobiliários, que deverão apenas fazer prova desta condição, na forma prevista na regulamentação vigente sobre a atividade de analista);

(v) formulário cadastral que conte com seu nome completo, CPF, endereço, telefone, fac-símile e e-mail;

(vi) declaração assinada pelo requerente, informando:

(a) se está inabilitado para o exercício de cargo em instituições financeiras e demais entidades autorizadas a funcionar pela CVM ou BACEN, sociedades seguradoras, entidades de previdência privada e companhias abertas;

(b) se foi condenado por crime falimentar, de prevaricação, de corrupção ativa ou passiva, concussão, manipulação de mercado, uso indevido de informação privilegiada, exercício irregular de cargo, profissão, atividade ou função no âmbito do mercado de valores mobiliários, peculato, contra a economia popular, a fé pública, a propriedade, o Sistema Financeiro Nacional ou a pena criminal que vede, ainda que temporariamente, o acesso a cargos públicos;

(c) se está incluído no Cadastro de Emitentes de Cheques sem Fundo;

(d) se tem contra si títulos levados a protesto;

(e) se, nos últimos cinco anos, sofreu alguma punição em decorrência de atuação na administração ou no conselho fiscal de entidade sujeita ao controle e fiscalização da CVM, do BACEN, da SPC ou da SUSEP; e

(f) se seus bens, por força de decisão judicial ou de autoridade administrativa, estão indisponíveis.

2) Pessoas jurídicas:

(i) requerimento assinado pelo representante legal da pessoa jurídica;

(ii) cópia dos atos constitutivos devidamente consolidados;

(iii) comprovante de inscrição no CNPJ;

(iv) informações sobre o perfil de investidor com que se pretende atuar;

(v) documento com indicação do responsável pela atividade; e

(vi) formulário cadastral que contenha, ao menos, a denominação social e comercial da sociedade, CNPJ, endereço para correspondência, telefone, fac-símile, e-mail e o responsável pela atividade.

O credenciamento da pessoa jurídica é condicionado à designação de um diretor responsável, que deve estar credenciado como consultor de valores mobiliários - pessoa física - junto à CVM.

6 Fundos Estruturados

6.1 Art. 23-A da Instrução CVM nº 356/01 – FIDC, FICFIDC e FIDC-NP

O art. 23-A da Instrução CVM nº 356/01 estabelece os requisitos que devem ser preenchidos para que o fundo reste automaticamente dispensado da apresentação de classificação das classes ou séries de cotas por agência classificadora de risco em funcionamento no País.

Inicialmente, cabe destacar que todos os requisitos previstos no referido dispositivo, que se encontra divididos entre três incisos, devem ser observados, ou seja: a dispensa automática requer a satisfação cumulativa dos três incisos do art. 23-A, não a satisfação de somente um inciso.

Ademais, alertamos que o fato de a oferta pública de distribuição de cotas constitutivas do patrimônio inicial do fundo ocorrer sob a égide da Instrução CVM nº 476/09 não resulta, por si só, na aplicabilidade do art. 23-A em tela. Desse modo, ainda que a constituição do fundo se valha da referida Instrução, a dispensa automática da classificação de risco depende da observância a todos os incisos do art. 23-A da Instrução CVM nº 356/01.

Finalmente, informamos que a dispensa automática de classificação de risco só é válida enquanto mantidas as características que enquadrem a operação ao disposto no inciso I do art. 23-A da Instrução CVM nº 356/01. Ou seja, caso o fundo deixe de ser investido exclusivamente por um único cotista ou por grupo de cotistas vinculados por interesse único e indissociável, a classificação de risco passa a ser devida.

6.2 Art. 34, inciso VIII, da Instrução CVM nº 356/01 – FIDC, FICFIDC e FIDC-NP

O art. 34, VIII, da Instrução CVM nº 356/01 prevê que se inclui entre as obrigações do administrador a de providenciar trimestralmente, no mínimo, a atualização da classificação de risco do fundo ou dos direitos creditórios e demais ativos integrantes da carteira do fundo.

Alertamos que o prazo previsto no dispositivo – trimestralmente – não se refere ao trimestre civil, bem como que a classificação de risco não é parte do demonstrativo trimestral previsto no art. 8º, §3º, da Instrução, o qual é devido em função do trimestre civil.

Ou seja, deve ser encaminhada nova classificação de risco, no mínimo, assim que a classificação anterior atingir três meses, independentemente do calendário civil.

6.3 Art. 5º, inciso I, da Instrução CVM nº 472/08

O funcionamento do fundo carece de prévio registro, que será automaticamente concedido, mediante, dentre outros requisitos, a comprovação, perante esta CVM, da subscrição da totalidade das cotas objeto do registro de distribuição ou da subscrição parcial de cotas, na hipótese prevista no art. 13 da Instrução, desde que alcançado o valor mínimo previsto no § 1º do dispositivo.

Alertamos que o encaminhamento dos compromissos de investimento (art. 11, §5º) firmados não satisfaz o referido dispositivo, haja vista os mesmos não possuem o condão de comprovar que as cotas foram subscritas. O dispositivo em tela pode ser satisfeito mediante encaminhamento, alternativo, de cópias dos boletins de subscrição ou de manifestação do agente escriturador de cotas do fundo, na qual fique claro o volume, em Reais, de cotas subscritas.

Como última opção, caso a distribuição de cotas conte com Anúncio de Encerramento e o mesmo informe de modo objetivo o total de cotas subscritas, o mesmo pode fazer às vezes de documento comprobatório da subscrição de cotas, satisfazendo o dispositivo em referência.

6.4 Art. 39, IV, da Instrução CVM nº 472/08

Dispõe o mencionado dispositivo que o administrador de fundos de investimento imobiliários deve encaminhar, "até 60 dias após o encerramento do primeiro semestre", documentos como o balancete semestral e o relatório do administrador.

No entendimento desta área técnica, o referido dispositivo, ao se referir ao termo "primeiro semestre", estabeleceu uma obrigação periódica que sempre reporta ao

exercício social do fundo, e não ao ano civil.

Assim, para fundos que iniciem seu exercício social em junho, os informes semestrais serão devidos para o mês de competência de dezembro. Já na hipótese de o exercício social terminar em dezembro, o "primeiro semestre" se encerrará em junho.

6.5 Art. 16, § 2º, da Instrução CVM nº 391/03, e Art. 19, § 1º, da Instrução CVM nº 472/08.

Enuncia o Art. 16, § 2º, da Instrução CVM nº 391/03 que assembleias gerais podem ser convocadas pela instituição administradora ou "por cotistas que detenham, no mínimo, 5% (cinco por cento) do total de cotas emitidas pelo fundo". Da mesma forma, o Art. 19, § 1º, da Instrução CVM nº 472/08 abre tal possibilidade para "cotistas que detenham, no mínimo, 5% (cinco por cento) das cotas emitidas".

Para os efeitos da contagem do percentual mínimo necessário para convocação de assembleias gerais nesses fundos, é entendimento desta Superintendência que deverão ser admitidas nessa contagem apenas as cotas que já tenham sido subscritas. Assim, caso existam cotas emitidas e ainda não subscritas, elas deverão ser desconsideradas para os efeitos da contagem do percentual mínimo de 5%.

Na interpretação da área técnica, tal entendimento guarda consistência com as disposições do art. 20 e seu § 1º, da Instrução CVM nº 391/03, e arts. 6º e 7º da Instrução CVM nº 472/08, onde consta que as cotas dos fundos correspondem a frações ideais de seu patrimônio líquido e possuem a forma nominativa, e cuja propriedade é verificada pelo registro do nome do cotista no livro de 'Registro de Cotas Nominativas' ou na conta de depósito das cotas, registros esses que são efetuados apenas após a subscrição das cotas.

Finalmente, cabe destacar que o mesmo entendimento aplica-se aos demais dispositivos das referidas Instruções onde a problemática se fizer presente, como, por exemplo, o §1º do art. 23 da Instrução CVM nº 472/08, o qual estabelece que "é facultado a qualquer cotista que detenha 0,5% (meio por cento) ou mais do total de cotas emitidas solicitar relação de nome e endereços, físicos e eletrônicos, dos demais cotistas do FII para remeter pedido de procuração, desde que sejam obedecidos os requisitos do inciso I".

7. Parâmetros para a Formulação de Consultas

Esta Superintendência recebe, com frequência, consultas de participantes do mercado com dúvidas quanto à correta aplicação da norma regulamentar aplicável à indústria de fundos de investimentos.

A seguir, destacamos alguns requisitos que devem ser observados nessas consultas para garantir que a área técnica tenha suficientes elementos para a análise da questão apresentada.

Um primeiro ponto diz respeito à necessidade de que a consulta descreva o caso concreto com o maior detalhamento possível. Se, entretanto, a dúvida não se basear especificamente em nenhum caso concreto, deverão ser circunstanciados os motivos que geraram a dúvida suscitada.

Por outro lado, o consultante deve expor o que ele entende como a melhor interpretação da norma com relação à questão proposta, sem deixar de contar com toda a fundamentação legal que dá suporte a esse entendimento.

Solicitamos que, como regra, a consulta seja formulada pelo diretor responsável da instituição administradora.

Caso a consulta se refira a aplicação de normas e procedimentos contábeis previstos na Instrução CVM nº 438, ela deve ser assinada também pelo profissional habilitado responsável pela contabilidade, nos termos do item 1.1.2.9 do Plano Contábil dos Fundos de Investimentos – COFI.

Por fim, conforme requerido pela mencionada Instrução 438, a consulta deve ser acompanhada

de manifestação do auditor independente, quando versar sobre mudança ou adoção de novas práticas ou procedimentos contábeis.

Atenciosamente,

Francisco José Bastos Santos

Superintendente de Relações com Investidores Institucionais