

Rio de Janeiro, 7 de agosto de 2008

Aos Diretores Responsáveis pela administração de fundos de investimento regulados pela Instrução CVM nº 409/04

Assunto: Orientações sobre Procedimentos Relativos ao Funcionamento, à Administração e à Distribuição de Cotas de Fundos de Investimento

Prezado Senhor,

A divulgação deste Ofício-Circular tem como objetivo principal esclarecer dúvidas quanto à forma de melhor cumprir as Instruções que regulam os fundos de investimento, bem como apresentar o entendimento de dispositivos da norma e, por consequência, 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 área técnica desta Comissão, e desta forma, permitir que o processo de registro e supervisão dos fundos de investimento se realize de maneira ágil, na busca de garantir a proteção dos investidores e a 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 recentes entendimentos manifestados por esta Superintendência em decorrência de consultas e reclamações efetuadas por participantes do mercado.

1. Aplicação em Debêntures de Emissão Privada – Art. 2º, 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, quando da aplicação e mesmo na 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.

2. 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 atendidos os princípios do normativo.

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.

Chamamos a atenção que, inobstante o requisito atribuído ao custodiante contratado no exterior limitar-se a assegurar a existência dos ativos da carteira do fundo, quando se tratarem de cotas de fundos constituídos no exterior, cujas cotas não sejam admitidas à negociação em mercados públicos supervisionados por autoridade reconhecida, administrador do fundo deverá, em atenção a seus deveres de diligência, empregar todo o empenho exigido pelas circunstâncias para que essa garantia se estenda 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.

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

A Instrução faculta à CVM prorrogar o prazo de distribuição de cotas de fundos de investimento fechado por um período máximo de 180 dias.

A leitura do inciso II do artigo 9º da Instrução pode levar ao entendimento de que pleitos de prorrogação somente serão 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.

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 viabilizado por seus estruturadores na oferta, mediante a obtenção de um prazo mais dilatado de distribuição pública de cotas, pois se poderia estar agindo 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".

4. 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 de 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 fundamentos a possibilidade de que referida garantia possibilite a concessão de créditos em condições mais favoráveis aos cotistas cedentes, o que estimularia uma maior circulação de riqueza; e ainda, é 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.

5. 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.

6. 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, para casos específicos, onde o pagamento do resgate ocorra no mesmo dia do pedido, é certo que esse cálculo apenas poderá ser realizado após o fechamento dos mercados em que o fundo atua, o que lhe imporá o pagamento desse resgate 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, por exemplo, 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, através de menção própria no prospecto, das restrições particulares de liquidez a que podem ser submetidos pelo pagamento do resgate em um horário que não permitirá mais a realização de diversas movimentações bancárias com os seus recursos.

7. Limites Distintos de Aplicação Inicial Mínima no Fundo – 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 no mesmo administrador.

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, da referida Instrução.

8. 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 que certos fundos possuem na distribuição de suas cotas 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 através 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 através da manutenção de um acesso próprio a esses documentos em sítio do administrador na rede mundial de computadores.

9. 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, posto que não vai de encontro a nenhuma norma regulamentar, e é consequência natural da crescente especialização dos mercados de administração de recursos de terceiros.

Por seu lado, naquele caso concreto, verificou-se também que a contratação de dois gestores para o fundo foi objeto de deliberação em assembleia 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.

Assim, 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, através do envio de fato relevante a respeito, como previsto no art. 72 da Instrução.

10. 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 de riscos 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.

11. 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 assembléia 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, de forma a encaminhar à CVM, no prazo de 60 dias da efetivação da operação, as demonstrações contábeis auditadas dos fundos envolvidos.

12. Investidores Qualificados – Art. 109

Por força de consultas de participantes do mercado nesse sentido, 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.

13. Parâmetros para a Formulação de Consultas para a Superintendência

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 consulente 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.

Por fim, solicitamos que, como regra, a consulta seja formulada pelo diretor responsável da instituição administradora.

Atenciosamente,

(Original assinado por)

Carlos Alberto Rebello Sobrinho

Superintendente de Relações com Investidores Institucionais