



OFÍCIO-CIRCULAR/CVM/SIN/Nº 5/2014

ÍNDICE

Introdução	4
1. Instrução CVM nº 409/04 – Fundos de Investimento	5
1.1 Art. 2º, VII e Art. 64, VI - Ações de Companhias Fechadas em Carteira	5
1.2 Art. 2º, § 1º, VIII - Aplicação em Debêntures de Emissão Privada	5
1.3 Art. 2º, § 1º, VIII - Ativos de Crédito	5
1.4 Art. 2º, § 5º - Contratação de Terceiros Para Custódia de Ativos no Exterior	6
1.5 Art. 7º - Registro de Fundo com Colocação Privada de Cotas	6
1.6 Art. 9º - Prorrogação de Prazo de Distribuição de Fundo Fechado	7
1.7 Art. 12 - Cessão Fiduciária de Cotas de Fundos de Investimentos	7
1.8 Artigos 15 e 16 - Restrições aos Direitos de Resgate do Cotista	8
1.9 Art. 15, I - Estabelecimento de Datas Fixas para Conversão de Cotas	8
1.10 Art. 15, III - Pagamento de Resgate Após Horário do Expediente Bancário	9
1.11 Art. 40 - Limites Distintos de Aplicação, Movimentação e Permanência	9
1.12 Art. 48 - Convocação de Assembleia	9
1.13 Art. 48 - Meio de Disponibilização dos Documentos	10
1.14 Arts. 47 a 55 - Utilização de Serviços On-line por Fundos de Investimento	10
1.15 Art. 56 - Gestão Compartilhada em Fundos de Investimento	10
1.16 Art. 63, <i>caput</i> - Comitê Consultivo em Fundos de Investimento	11
1.17 Art. 64, V - Promessa de Rentabilidade Mínima	11
1.18 Art. 64, VI - Reestruturações de Famílias de Fundos de Investimento	12
1.19 Art. 64, VI - Exercício de Opções de Venda de Ações em Ofertas Públicas	13
1.20 Art. 64, VI - Autorização para a negociação privada em fundos de EFPC	13
1.21 Arts. 65, XIII e 65-A - Objetivos de Investimento	14
1.22 Art. 65, XV, c/c Art. 65-A - Fiscalização, pelo Administrador, dos Serviços Prestados	14
1.23 Art. 65-A, I – Utilização de Ratings Preliminares por Fundos de Investimento	15
1.24 Art. 86, § 2º, e 95-B - Limites de Investimento em Ações do Próprio Administrador	15
1.25 Arts. 99 e 100 - Encargos do Fundo	16
1.26 Artigo 86, § 10, II - Investimento em FIPs pelos FIs qualificados 110-B e 110-A	16
1.27 Art. 87 - Limites de Exposição a Ativos no Exterior	16
1.28 Artigo 87, I, e 112, § 5º - Investimento em Cotas de FIDCs e FICFIDCs	17
1.29 Art. 87, I, “f” - Aplicação em Cotas de Fundos de Índice de Ações	17
1.30 Art. 105 - Patrimônio líquido mínimo	18
1.31 Art. 107 - Cancelamento do Registro de Fundos de Investimento	18
1.32 Art. 109 - Investidores Qualificados	19
1.33 Art. 110-B - Aplicação inicial de R\$ 1.000.000,00	19
1.34 Artigo 112, §§ 5º e 6º - Investimento em Cotas de FICFIPs	20
1.35 Informações da Lâmina de Informações Essenciais (Anexo III)	20
1.36 Art. 4º da Instrução CVM nº 512/11 - Informe Diário	20
2. Instruções CVM nº 306/99 e 510/11 – Administração de Carteiras	21
2.1 Art. 3º - Necessidade de Credenciamento Para a Gestão de Próprios	21
2.2 Art. 7º, §§ 5º e 6º - Empresas Ligadas	21
2.3 Art. 7º, §§ 5º e 6º - Atividades Incompatíveis pelo Responsável de Sociedade Gestora	22
2.4 Art. 7º, § 7º, da Instrução CVM nº 306/99	22
2.5 Art. 12 - Informe Anual de Administradores de Carteiras	23



OFÍCIO-CIRCULAR/CVM/SIN/Nº 5/2014

2.6	Art. 1º, I, da Instrução CVM nº 510/11 - Atualização Cadastral Eventual	23
2.7	Artigo 15 - Segregação de Atividades	24
2.8	Art. 15, V - Aplicação de Recursos de Funcionários nos Produtos da Gestora	25
3.	Resolução CMN nº 2.689/00 - Investidores Não Residentes	25
3.1	Art. 5º - Contrato de Representação	25
3.2	Art. 8º - Exercício de Opções de Venda de Ações em Ofertas Públicas	26
3.3	Art. 8º e Parágrafo único - Cessão Gratuita de Recibos de Subscrição	26
4.	Instrução CVM nº 483/10 – Analistas de Valores Mobiliários	26
4.1.	Art. 2º - Análises Gráficas Divulgadas Através da Internet	26
5.	Instrução CVM nº 43/85 – Consultores de Valores Mobiliários	26
5.1.	Credenciamento	26
5.2	Declaração Eletrônica de Conformidade – Instrução CVM nº 510/2011	28
5.3	Condições para o Exercício da Atividade de Consultoria	28
6.	Fundos Estruturados	29
6.1.	Orientações Gerais	29
6.1.1.	Pedidos de Registro de Fundos de Investimento Estruturados	29
6.1.2.	Alterações em Regulamentos e Cadastro de Fundos de Investimento Estruturados	29
6.1.3.	Encerramento, Cisão, Incorp. e Transf. de Fundos de Investimento Estruturados	30
6.1.4.	Art. 7º, § 1º e 9º, da ICVM 444, e LC nº 101 – Caracterização de operação de crédito	32
6.2.	Fundos de Investimento em Direitos Creditórios – FIDC	32
6.2.1.	Art. 23-A da Instrução CVM Nº 356/01 – FIDC, FICFIDC e FIDC-NP	32
6.2.2.	Art. 34, Inciso VIII, da Instrução CVM Nº 356/01 – FIDC, FICFIDC e FIDC-NP	33
6.2.3.	Art. 38, inciso V, c/c § 11 da ICVM nº 356/01 – Lastro dos Direitos Creditórios	33
6.2.4.	Art. 38, inciso V, da ICVM 356 – Guarda de créditos de ação judicial de cobrança	34
6.2.5.	Art. 38, inciso V, c/c § 7º da ICVM 356 – Dispensa para guarda de documentos	34
6.2.6.	Art. 38, V, da ICVM 356 – Guarda dos direitos creditórios pelo cedente e consultor	35
6.2.7.	Art. 38, inciso VII, da ICVM 356 – Recebimento de pagamentos relativos aos títulos	36
6.2.8.	Art. 38, §§ 12, 13 e 14, da ICVM 356 – Verificação de lastro nos casos que especifica	37
6.2.9.	Art. 38, § 13, inciso II (ICVM 356) – Verificação do lastro de créditos inadimplidos	37
6.2.10.	Art. 39, § 2º, da ICVM 356 – Vedações de cessão ao administrador	38
6.2.11.	Art. 39, §2º – Cessão de recebíveis pelo FIDC aos seus prestadores de serviços	39
6.2.12.	Art. 39, §2º – Originação indireta de sacados/devedores do FIDC	40
6.2.13.	Art. 39, § 2º; e Art. 36, inciso I da ICVM 356 – Coobrigação em nome do FIDC	40
6.2.14.	Art. 7º, § 1º e § 9º, da ICVM 444	40
6.3.	Fundo de Investimento Imobiliário – FII	41
6.3.1.	Art. 5º, Inciso I, da Instrução CVM Nº 472/08	41
6.3.2.	Art. 16, § 2º, da ICVM nº 391/03, e Art. 19, § 1º, da Instrução CVM nº 472/08	41
6.3.3.	Art. 19, § 1º da ICVM 472 - Convocação de assembleia por cotistas relevantes	42
6.3.4.	Art. 20 da ICVM 472 – Assembleia de cotistas (Ofício-Circular SIN nº 5/2013)	42
6.3.5.	Art. 21 da ICVM 472 e Art. 48, § 3º da ICVM 409 – Deliberação em assembleia	43
6.3.6.	Art. 21 c/c Art. 20 da ICVM 472 – Cômputo de votos no âmbito de uma consulta	43
6.3.7.	Art. 24, Parágrafo único, II, da ICVM 472 – Votos de cotistas do FII em assembleia	44
6.3.8.	Art. 31-A da ICVM 472 – Contratação de Formador de Mercado	44
6.3.9.	Art. 34 da ICVM 472 – Conflito de Interesses em FII (Ofício-Circ. SIN nº 05/2013)	45
6.3.10.	Art. 35, inciso IV da ICVM 472 – Coobrigação em FII (Ofício-Circ. SIN nº 05/2013)	46



OFÍCIO-CIRCULAR/CVM/SIN/Nº 5/2014

6.3.11. Art. 35, inciso XII da ICVM 472 – Realização de operações com CEPAC	46
6.3.12 Art. 36 da Instrução CVM Nº 472/08, C/C Art. 62 da Instrução CVM Nº 409/04	48
6.3.13 Art. 39, IV da ICVM 472 – Envio dos Informes Semestrais de FII	49
6.3.14. Art. 41, § 1º da ICVM 472 – Divulgação de Fatos Relevantes por FII	49
6.3.15. Art. 45, inciso VII da ICVM 472 – Aquisição de CRI ofertados via ICVM nº 476/09	50
6.3.16. Ofício-Circular SIN nº 05/2013 – Termo de adesão	51
6.3.17. Ofício-Circular SIN nº 05/2013 – Resp. do Administrador e do Intermediário	51
6.4. Fundos de Investimento em Participações – FIP	52
6.4.1. Art. 16, §2º da ICVM 391 – Convocação de assembleia por cotistas relevantes	52
6.4.2. Art. 15, §2º da ICVM 391 – Regras de deliberação em Assembleia de Cotistas	52
6.4.3 Art. 32, II e III, da Instrução CVM nº 391/03	52
6.5. Fundos Mútuos de Investimento em Empresas Emergentes - FMIEE	53
6.5.1. Art. 1º da ICVM 209	53
6.6. Fundos de Financiamento da Indústria Cinematográfica – FUNCINE	53
6.6.1. Art. 9º da ICVM nº 398/03	53
6.6.2. Art. 78 da ICVM nº 398/03 – enquadramento da carteira de FUNCINE	54
7. Instrução CVM nº 476/09	54
7.1 Art. 9º da ICVM nº 476/09, c/c Art. 3º, § 1º, da ICVM nº 400/03	54
8. Instrução CVM nº 514/11	55
9. Instrução CVM nº 359/02 – Fundos de Índice Internacionais	55
10. Instruções CVM nº 505 e 506/2011 – Aplicabilidade aos Fundos de Investimento	55
11. Instrução CVM nº 494/2011 - Cogestão em clubes de Investimento	56
12. Compatibilidade da Instrução CVM nº 459/2007 com a Deliberação CVM nº 244/98	57
13. Lei nº 6.385/76	58
13.1. Artigo 9º, I	58
14. Parâmetros para a Formulação de Consultas	58



OFÍCIO-CIRCULAR/CVM/SIN/Nº 5/2014

Rio de Janeiro, 21 de novembro de 2014

Aos Administradores de Carteiras, Consultores e Analistas de Valores Mobiliários, Diretores Responsáveis pela Administração de Carteiras, Consultoria de Valores e Fundos de Investimento Regulados pela Instrução CVM nº 409/04, 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 os 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 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 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.

Ressaltamos que o presente ofício foi elaborado tomando como base o Ofício-Circular/CVM/SIN/Nº 10, de 18 de outubro de 2013. As alterações e adições promovidas estão em **negrito e caracteres azuis**. Alertamos também que a adição de novos itens provoca eventuais renumerações em relação à edição anterior do Ofício Circular.

Destacamos a inclusão de um número expressivo de interpretações relacionadas aos fundos de investimento estruturados, o qual se encontra localizado em item específico, abarcando, separadamente, cada um dos fundos que compõe a indústria, FIDC (incluído os FIDC-NP), FII, FIP, FMIEE e FUNCINE. Além das questões específicas relacionadas aos fundos, esclarecemos alguns procedimentos que devem ser seguidos pelos administradores desses fundos, quando de sua interação junto à Gerência de Acompanhamento de Fundos Estruturados – GIE, notadamente no que diz respeito aos pedidos de registro de funcionamento e autorização de constituição, encerramentos e demais eventos que modifiquem substancialmente o fundo (cisão, incorporação, e transformação, assim como o envio de documentos físicos ou via CVMWeb.

O item que trata os fundos estruturados esclarece as principais dúvidas da indústria de FIDC referentes aos aperfeiçoamentos introduzidos pela Instrução CVM nº 531/13, além de responder às consultas encaminhadas pelos diversos participantes desde a edição da referida Instrução, formais ou não.

Ainda, no âmbito dos FII, consolidamos as interpretações do Ofício-Circular/CVM/SIN/Nº 05, de 07 de março de 2013, e acrescentamos outras, destacando a divulgação de fatos relevantes no âmbito desses fundos e o cômputo de votos no âmbito de consultas formais.



Por fim, os outros pontos acrescentados ou alterados neste Ofício Circular foram o 1.25 (sobre encargos de fundos de investimento regulados pela Instrução CVM nº 409/04), 1.35 (sobre Lâmina de Informações Essenciais), 1.36 (sobre o documento Informe Diário), 2.3 (esclarecimentos adicionais na atuação de diretores responsáveis de gestoras em outras atividades), 2.4 (aplicação do artigo 7º, § 7º, da Instrução CVM nº 306/99), e 12 (compatibilidade entre a Instrução CVM nº 459/07 e Deliberação CVM nº 244/98).

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 autorizados 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 “*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 NECESSIDADE E POSSIBILIDADE DE REGISTRO DE FUNDO COM COLOCAÇÃO PRIVADA DE COTAS – ART. 7º

Nos termos da decisão de Colegiado do Processo CVM nº RJ-2005-2345, tomada em 21/2/2006, relembramos que “*não há nem necessidade nem possibilidade de registro na CVM de fundos de investimento em geral cujas cotas destinem-se à colocação privada*”.

Entretanto, como também alertado naquela decisão de Colegiado, isso não impede que, “*em busca da segurança jurídica decorrente da existência de regulamentação, ou por qualquer outra razão lícita, os administradores obtenham o registro de fundos junto à CVM*”, hipótese na qual, contudo, estarão tais fundos sujeitos a todos os ônus inerentes a essa condição.

Dentre os ônus que valeria a pena mencionar, destacamos (1) a necessidade de pagamento das taxas de fiscalização previstas na Lei nº 7.940/89 (como reiterado na decisão do Processo CVM nº RJ-2006-7654, de 19/12/2006), (2) o envio de todas as informações periódicas e eventuais obrigatórias



previstas na regulação do participante, inclusive sob pena de aplicação de multa cominatória em caso de não envio no prazo, nos termos também da Instrução CVM nº 425/07; e (3) cumprimento de todos os limites e vedações previstas na norma que sejam aplicáveis ao fundo.

1.6 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.

1.7 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.

1.8 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.

1.9 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.

1.10 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.

1.11 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.

1.12 CONVOCAÇÃO DE ASSEMBLEIA – ART. 48

O § 1º do art. 48 da Instrução CVM nº 409 estabelece que a convocação para assembleia geral de cotistas deve enumerar, de forma expressa, na ordem do dia, todos os assuntos a serem deliberados, não se admitindo que sob a rubrica de assuntos gerais, existam matérias que dependam de deliberação de assembleia.



O Colegiado da CVM, ao decidir sobre recurso objeto do Processo CVM nº SP-2011-56, entendeu que a leitura desse dispositivo não deixa nenhuma margem de dúvida que a CVM não teve a pretensão, ao regular o funcionamento das assembleias dos fundos, de exigir que da ordem do dia constasse a nova redação a ser dada ao regulamento, quando sua alteração for alvo de deliberação.

Entende essa área técnica, contudo, nos termos do disposto no art. 48, § 4º, da Instrução, como boa prática do administrador dos fundos de investimento disponibilizar em seu website a nova redação proposta do regulamento a ser eventualmente deliberada em assembleia geral, bem como os demais documentos pertinentes às propostas a serem submetidas à apreciação da assembleia.

1.13 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.

1.14 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.

1.15 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 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.

Ressaltamos que, na interpretação desta área técnica, a possibilidade de cogestão também se estende aos Fundos de Investimentos em Participações (FIPs), nos termos de posição adotada quando da concessão do registro de funcionamento do FIP Brasil Petróleo 2, concedido no âmbito do Processo CVM nº RJ-2011-13406.

Entretanto, dadas as características peculiares dos FIPs, entendemos que a cogestão nesses veículos de investimento não exige autorizações junto ao custodiante limitadas à área específica de atuação de cada um dos gestores, tampouco a necessidade de atuação em mercados específicos e distintos, uma vez que nos FIPs a cogestão pode envolver apenas o trabalho conjunto em um ou vários projetos, como reflexo da soma de habilidades e *expertises* específicos.

1.16 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.

1.17 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.

1.18 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 assembleia 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.

1.19 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.

1.20 AUTORIZAÇÃO PARA A NEGOCIAÇÃO PRIVADA EM FUNDOS DE ENTIDADES FECHADAS DE PREVIDÊNCIA COMPLEMENTAR – ART. 64, VI



Como sabido, é vedado do fundo de investimento regulado pela Instrução realizar operações com ações fora de bolsa de valores ou de mercado de balcão organizado por entidade autorizada pela CVM, nos termos de seu artigo 64, VI.

Assim, em linha com as decisões de Colegiado do Processo CVM nº RJ-2013-0869, tomadas nas reuniões de 12/3/2013 e 22/3/2013, entende esta Superintendência que a concessão de autorização que excepcione essa vedação, nos casos em que os cotistas estejam sujeitos à fiscalização da Superintendência Nacional de Previdência Complementar – PREVIC, deve ser precedida de prévia autorização daquela autarquia, ou, conforme o caso, manifestação expressa, emitida por aquela Autarquia, de que tamanha autorização não é necessária.

1.21 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.)¹, 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.

1.22 FISCALIZAÇÃO, PELO ADMINISTRADOR, DOS SERVIÇOS PRESTADOS PELO GESTOR – ART. 65, XV, C/C ART. 65-A

O Artigo 65, inciso XV, determina que o administrador deve fiscalizar os serviços prestados por terceiros contratados pelo fundo. Em relação aos deveres e responsabilidade do gestor da carteira de fundos de investimento, destacamos o papel relevante do administrador como responsável por fiscalizar os atos do gestor, inclusive mediante o controle (*post-trade*) da composição da carteira e de seu enquadramento à política de investimento do fundo e às regras aplicáveis.

Assim, nos casos de fundos de investimento com gestão terceirizada, compete ao gestor, antes de concluir operações em nome do fundo, realizar todas as diligências cabíveis, nos termos do disposto no art. 65-A da Instrução, verificar a adequação das mesmas à política do fundo, seu regulamento, bem como aos limites impostos pela Instrução CVM nº 409/04, e ao administrador fiscalizar atuação diligente do gestor, embora *a posteriori*, nos termos do que dispõem os arts. 65, XV e 65-A da norma.

Neste sentido, e ainda diante também da leitura do Art. 65-A, da Instrução, é esperado do administrador diligente que ele seja capaz de verificar, por meio de seus sistemas de supervisão, o desenquadramento da carteira dos fundos que administra tão logo suas operações sejam liquidadas.

¹ Aplicável, por exemplo, para fundos passivos ou que busquem atingir parcialmente, totalmente ou superar um benchmark. Haverá casos, entretanto, em que a determinação de um parâmetro objetivo como meta do fundo pode não ser recomendável, como para políticas de investimento que impliquem exposições variáveis a diversos fatores de risco, ou em casos onde o fundo não assume o compromisso de exposição a nenhum fator de risco definido.



Recente decisão de Colegiado no âmbito do Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ-2012-6987 destacou que transações que envolvam ativos ilíquidos, principalmente quando realizadas com expressiva parcela do patrimônio de fundo, devem ser objeto de especial atenção, circunstância essa que ganhou contornos ainda mais relevantes com a recente inclusão do Art. 65-B à Instrução, uma evidência atual de como a CVM vislumbra o papel do administrador na indústria de fundos de investimentos no controle do risco de liquidez.

É também entendimento da SIN que tais exigências não implicam na obrigação, ao administrador, de fiscalizar previamente a aquisição de determinado título ou valor mobiliário pelo gestor, muito menos que exerça juízo prévio de valor dos títulos e/ou valores mobiliários que são selecionados pelo gestor.

Assim, ao identificar que o gestor investiu em um ativo vedado, ou que extrapolou os limites estabelecidos pelo regulamento do fundo, cabe ao administrador, no exercício de seu poder fiscalizador, notificá-lo para a devida correção tempestiva e, também, à CVM, nos termos do § 1º do art. 88 da Instrução CVM nº 409/04. No limite, o administrador tem poderes inclusive para efetuar a venda compulsória de ativos do fundo para o enquadramento aos limites aplicáveis, bem como para realizar eventual comunicação aos cotistas, se for caso, nos termos do art. 72 da Instrução e para tomar as demais medidas cabíveis e compatíveis com o dever fiduciário de que trata o art. 65-A, da Instrução CVM nº 409/04.

1.23 UTILIZAÇÃO DE RATINGS PRELIMINARES POR FUNDOS DE INVESTIMENTO NA AQUISIÇÃO DE ATIVOS DE CRÉDITO PRIVADO – ART. 65-A, I

O art. 65-A, inciso I, da Instrução dispõe sobre as normas de conduta que devem ser adotadas pelo administrador e pelo gestor, inclusive no que se refere ao dever de diligência quando da aquisição de ativos para a carteira do fundo de investimento.

Especificamente em relação a ativos de crédito privado, é usual que o regulamento estabeleça a necessidade de *rating* mínimo concedido por agência de classificação de riscos para que o título possa integrar a carteira do fundo.

Por seu lado, as agências de classificação de risco costumam divulgar avaliações em caráter preliminares ou mesmo condicionadas, que não representam como opinião final acerca do risco da emissão, que somente ocorre quando a agência classificadora de riscos acessa e analisa todos os documentos referentes à emissão, como os próprios contratos, as garantias, demonstrações financeiras, dentre diversos outros.

Nesse sentido, em linha com a decisão de Colegiado no âmbito do Processo Administrativo Sancionador CVM nº RJ-2012-869, na opinião desta área técnica, quando o regulamento do fundo de investimento estabelecer a necessidade de atribuição de *rating* mínimo para a aquisição de um ativo, o gestor apenas deverá fundamentar sua decisão com base em relatórios definitivos sobre a emissão divulgados pela agência de *rating* contratada.

1.24 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 relembrar 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.

1.25 ENCARGOS DO FUNDO (ARTS. 99 E 100)

O art. 99 da Instrução CVM nº 409/04 deve ser interpretado restritivamente, de forma que a listagem de encargos previstos no dispositivo é um rol exaustivo, que não admite acréscimo de qualquer natureza.

Desse modo, em que pese o inciso VI da regra prever que honorários de advogado, custas e despesas processuais correlatas, incorridas em razão de defesa dos interesses do fundo, em juízo ou fora dele, inclusive o valor da condenação imputada ao fundo, se for o caso, alertamos que tais encargos só podem ser oponíveis ao fundo quando se tratarem exclusivamente de despesas incorridas em defesa dos interesses do fundo, ou seja, do condomínio de cotistas como um todo.

1.26 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.

1.27 LIMITES DE EXPOSIÇÃO A ATIVOS NO EXTERIOR – ART. 87

Nos termos da decisão de Colegiado tomada em 2/10/2013, o Colegiado da CVM firmou seu entendimento de que os limites de aplicação para investimento no exterior, conforme previstos no



artigo 85 da Instrução, não se confunde com aqueles estabelecidos nos arts. 86 e 87 da Instrução, que são aplicáveis aos ativos domésticos.

Assim, a melhor interpretação para o disposto no artigo 85, § 2º, da Instrução, especialmente no que se refere ao termo “cumulativamente” ali exposto, é no sentido de que os limites de aplicação no exterior são independentes daqueles previstos para os ativos domésticos, e que ambos os limites devem ser permanentemente observados pelos fundos de investimento.

Sob essa interpretação, está respeitado o objetivo material da regulação de permissão de aplicação efetiva no exterior dos limites previstos em norma, de modo que as aplicações de recursos no exterior não sejam computadas no cálculo dos limites por emissor e por ativo, estabelecidos, respectivamente, nos artigos 86 e 87 da Instrução.

1.28 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.

Vale ainda mencionar a decisão naquele processo de que, para todos os demais efeitos, inclusive quanto às regras de alocação de recursos dos fundos de investimento, ainda prevalece a definição de investidor qualificado estabelecida no art. 109 da Instrução. Assim, quando da aquisição de ativos no âmbito de ofertas com esforços restritos pelos fundos de investimento que não sejam voltados exclusivamente a investidores qualificados, continuam aplicáveis, por exemplo, todos os limites de concentração e diversificação previstos nos artigos 86 e 87 da Instrução.

Ainda no que se refere à aplicação e incidência do artigo 87, I, da Instrução, vale também relembrar 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, da 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.

1.29 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.

1.30 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.

1.31 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 assembleia 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 assembleia 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.

1.32 INVESTIDORES QUALIFICADOS – ART. 109

Por força de consultas de participantes do mercado a respeito do tema, vimos lembrar 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.

1.33 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 podem 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.

1.34 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 FICFIs previstos no artigo 112, § 6º, investirem em cotas de FICFIPS.

1.35 INFORMAÇÕES DA LÂMINA DE INFORMAÇÕES ESSENCIAIS (ANEXO III)

O administrador de fundo aberto que não seja destinado exclusivamente a investidores qualificados deve encaminhar mensalmente à CVM uma lâmina de informações essenciais do fundo, elaborada na forma do Anexo III da Instrução CVM nº 409/04, documento o qual, dentre outros dados, deve informar a taxa total de despesas incorridas pelo fundo no período:

Taxa total de despesas: são as despesas totais incorridas pelo fundo, representando um percentual do seu patrimônio líquido diário médio no período em consideração. A taxa de despesas pode variar de período para período e reduz a rentabilidade do fundo.

A propósito, esclarecemos que a taxa total de despesas do fundo deve considerar todos, e somente, os encargos incorridos pelo fundo, conforme definidos no art. 99 da Instrução CVM nº 409/04, dado que as demais despesas devem ser suportadas pelo administrador, nos termos do art. 100 da norma.

Tendo em vista que a taxa de administração é um encargo do fundo – inciso XII do art. 99 –, alertamos que percentual informado a título de taxa total de despesas deve incluí-la e nunca ser inferior ao percentual informado a título de taxa de administração.

1.36 INFORME DIÁRIO (ART. 4º DA INSTRUÇÃO CVM Nº 512/11)

Conforme disposto inciso I do art. 71 da Instrução CVM nº 409/04, o administrador deve remeter um informe diário à CVM, documento o qual, dentre outras informações, deve conter o valor total das saídas de caixa previstas para ocorrerem no prazo estabelecido em regulamento para o pagamento dos resgates, incluindo o estoque dos resgates solicitados e ainda não pagos.

Nas instruções de preenchimento constantes da Instrução CVM nº 512/11, a orientação é no sentido de preencher o informe diário com o valor total dos resgates solicitados e ainda não contabilizados pelo fundo (valor em estoque até a data de referência do documento).

A propósito, esta área técnica comunica que a referida orientação deve ser interpretada de forma expansiva, de modo que o valor total das saídas de caixa deve contemplar não somente o valor total dos resgates solicitados e ainda não pagos, mas também os demais encargos do fundo – art. 99 da Instrução CVM nº 409/04 –, assim como todas as saídas de caixa previstas para o período.



2. INSTRUÇÕES CVM nº 306/99 E 510/11 – ADMINISTRAÇÃO DE CARTEIRAS E ATUALIZAÇÕES CADASTRAIS

2.1 NECESSIDADE DE CREDENCIAMENTO PARA A GESTÃO DE PRÓPRIOS – ART. 3º

Na avaliação da Superintendência, o artigo 23 da Lei nº 6.385/76 estabelece como competência legal da CVM a fiscalização da prestação de serviços profissionais de gestão de recursos de terceiros. Assim, a quem pretender exercer exclusivamente a atividade de gestão de recursos próprios, não há necessidade de credenciamento na CVM nos termos da Instrução CVM nº 306/99, tampouco a CVM teria competência para concedê-lo.

Assim, e ainda nos termos da decisão de Colegiado tomada no âmbito do Processo CVM nº RJ-2011-14560, entendemos que qualquer requerente que ainda assim insista em obter o credenciamento como administrador de carteiras de valores mobiliários na CVM deverá assumir todos os ônus decorrentes do credenciamento que pretende obter, o que significa comprovar que possui toda a estrutura e os requisitos necessários para a prestação adequada desse serviço, ou em outras palavras, demonstrar o atendimento a todos os requisitos exigidos pela Instrução CVM nº 306/99 para o credenciamento.

2.2 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.

2.3 - EXERCÍCIO SIMULTÂNEO DE ATIVIDADES INCOMPATÍVEIS COM O CARGO DE RESPONSÁVEL PELA ADMINISTRAÇÃO DE CARTEIRAS EM SOCIEDADE GESTORA – ART. 7º, §§ 5º E 6º

O art. 7º, § 5º, da Instrução exige que o diretor, gerente-delegado ou sócio-gerente diretamente responsável pela administração de carteiras de valores mobiliários de terceiros de uma pessoa



jurídica não pode ser responsável por nenhuma outra atividade no mercado de capitais, na instituição ou fora dela.

Tal dispositivo tem como objetivo evitar a possibilidade de conflitos de interesses inerentes à cumulação dessa função com outras no mercado, o que poderia, no limite, facilitar a prática de condutas como *insider trading*, o *front running* ou o trânsito indevido de informações confidenciais.

Assim, deve o diretor responsável pela atividade de administração de carteiras de qualquer sociedade evitar assumir quaisquer outras funções ou atividades na instituição pela qual é responsável, como, por exemplo, atuar em outras atividades no mercado de capitais.

Relembremos, inclusive, que essa vedação deve ser interpretada de forma sistemática e conjunta com o disposto no artigo 15 da Instrução, e assim, ela se aplica a todas as outras atividades exercidas no mercado financeiro e de capitais que possam comprometer o adequado isolamento e segregação da atividade de gestão de recursos exercida pela empresa pela qual o diretor responde.

Da mesma forma, deve também ser evitada a cumulação com outras atividades fora da gestora, mesmo que elas também envolvam a gestão de recursos de terceiros, como, por exemplo, a gestão na condição de pessoa física de fundos, clubes de investimento ou outros veículos de investimento.

Nesse sentido, reforçamos, inclusive, o entendimento da SIN de que a leitura do artigo 7º, § 6º, da Instrução CVM nº 306/99 permite concluir que a única hipótese de cumulação de outras atividades na área de gestão de recursos fora da empresa pela qual o diretor responde é o caso de assunção de idêntica responsabilidade em empresas ligadas, como já definido no item 2.1 deste Ofício Circular.

A única exceção, nesse sentido, é a atuação, conforme prevista e analisada no âmbito da decisão de Colegiado do Processo CVM nº RJ-2006-8187, do diretor responsável como membro de conselho de administração de companhia, aberta ou não, posto que, nessa situação, o diretor responsável atua na companhia justamente em razão do investimento nela efetuado pela gestora, ou seja, com o propósito de representação dos interesses da gestora como investidora naquela companhia.

2.4 APLICAÇÃO DO ART. 7º, § 7º, DA INSTRUÇÃO CVM Nº 306/99

Como previsto no artigo 7º, § 7º, aos administradores de carteiras de valores mobiliários pessoas jurídicas é facultada a possibilidade de indicação de mais de um diretor responsável pela atividade perante a CVM, desde que, a cada um desses diretores indicados, seja dedicada uma área de atuação “independente e exclusiva”, responsável pela gestão de “carteiras de valores mobiliários de natureza diversa”, como previsto naquele dispositivo da norma.

Convém ressaltar que o conceito de “carteiras de valores mobiliários de natureza diversa” abrange tanto as carteiras compostas por diferentes tipos de valores mobiliários, quanto aquelas que, em razão de diferenças entre os perfis dos clientes, possam ser consideradas como diversas, nos termos da decisão de Colegiado do Processo CVM nº RJ-1991-1313 (julgamento de).

Informamos também que o artigo 7º, § 7º é meio normativo adequado para o enquadramento das hipóteses de gestoras de recursos que pretendem gerir seus próprios recursos por meio de fundos de investimento constituídos exclusivamente com esse propósito.

Assim, como visto nos precedentes recentes do Colegiado da CVM – por exemplo, Processos CVM nº RJ-2010-9133, RJ-1991-1313 (julgamento de 27/3/2012) e RJ-1997-1173 – a aprovação do pedido nesse caso estará condicionada à existência de rígida segregação entre as



atividades, a ser comprovada nos termos do artigo 15 da norma, posto se tratem de atividades distintas exercidas pela mesma pessoa jurídica.

2.5 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, nos termos do artigo 1º, II, da Instrução CVM nº 510/2011.

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 realizar consulta 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 enseja a aplicação de multa cominatória, nos termos do disposto no Artigo 20 da Instrução, em conformidade, ainda, com as exigências dos Artigos 3º e 11 da Instrução CVM nº 452/07.

2.6 ATUALIZAÇÃO CADASTRAL EVENTUAL DE ADMINISTRADORES DE CARTEIRAS (ICACE) – ART. 1º, I, DA INSTRUÇÃO CVM Nº 510/11

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 7 dias úteis da ocorrência da alteração cadastral, nos termos previstos pelo mencionado Artigo 1º, I.

Alertamos, porém, que no caso de a atualização se referir à mudança de denominação social 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 dessa alteração no Banco Central do Brasil.

No caso de mudança de responsável, 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 a 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.

2.7 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.

2.8 APLICAÇÃO DE RECURSOS DE FUNCIONÁRIOS NOS PRÓPRIOS PRODUTOS DA GESTORA – ART. 15, V

No entender desta Superintendência, consideramos como uma ferramenta positiva para alinhamento de interesses a limitação e/ou incentivos voluntariamente impostos a determinados administradores, sócios, funcionários e diretores de gestoras de recursos (“pessoas sujeitas”), de aplicação de seus recursos próprios exclusivamente nos mesmos produtos oferecidos pela sociedade aos seus investidores, desde que também sob as mesmas condições dadas aos demais investidores do veículo investido.

Entretanto, relembramos que tal medida também pode sujeitar essas pessoas a conflitos de interesse específicos, como os relacionados à exposição esperada, por parte delas, a informações de natureza confidencial decorrentes do próprio exercício de atividades na gestora, especialmente quando elas integram os processos de elaboração de estratégias e de tomadas de decisão de investimentos da gestora.

Assim, entendemos que uma prática com tamanha possibilidade deve vir acompanhada de ferramentas que mitiguem a materialização de riscos dessa natureza, como, por exemplo, e sem prejuízo de outras medidas exigidas pelas circunstâncias, regras de *disclosure* quando da ocorrência de resgates realizados, seja ao responsável pelo *compliance* da empresa, seja aos investidores potencialmente afetados.

3. RESOLUÇÃO CMN Nº 2.689/00 - 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 483/10 – ANALISTAS DE VALORES MOBILIÁRIOS

4.1. ANÁLISES GRÁFICAS DIVULGADAS ATRAVÉS DA INTERNET - ART. 2º

A Instrução CVM nº 483/10 traz em seu Artigo 1º 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 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, também 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 19/8/2008, 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.

5.2 DECLARAÇÃO ELETRÔNICA DE CONFORMIDADE – INSTRUÇÃO CVM Nº 510/2011



O Artigo 1º, II, da Instrução exige que o consultor de valores mobiliários credenciado na CVM deve confirmar, anualmente entre 1º e 31 de maio, as informações cadastrais do participante constantes nos sistemas da CVM.

É importante observar que essa obrigação deve ser cumprida mesmo que o consultor não exerça a atividade, ou ainda que não seja necessária qualquer alteração nos cadastros desta Autarquia no momento da verificação.

Também é obrigatória a confirmação pelo consultor credenciado, pessoa natural, que seja responsável pela atividade de consultoria de valores mobiliários em pessoa jurídica autorizada pela CVM a exercer tal atividade. Nesse caso, vale observar o cabimento então de duas confirmações, uma pela pessoa natural, e outra pela pessoa jurídica pela qual ela responde.

A referida confirmação anual deve ser encaminhada através do ambiente de acesso restrito do consultor disponível na CVMWeb, opção “*Atualização Cadastral*”. Depois de acessar o sistema com seu CPF e senha, o participante deve procurar pelo item “*Atualização Cadastral de Participantes*”, e depois, “*Declaração Eletrônica de Conformidade*”. Ao fim, se os dados cadastrais estiverem de fato atualizados, é necessário clicar em “*Enviar Formulário*”.

Se, entretanto, os dados cadastrais não estiverem corretos, antes da confirmação é necessária a devida atualização dessas informações nos sistemas da CVM, o que também deve ser feito diretamente por meio de acesso ao sistema CVMWeb, na mesma opção “*Atualização Cadastral*”. Entretanto, depois de acessar o sistema com seu CPF e senha, o participante deverá clicar em “*Atualização Cadastral de Participantes*”, depois “*Consultor de Valores Mobiliários*”, e finalmente, em “*Atualização de Dados Cadastrais*”.

Depois de efetuado o lançamento da confirmação, é possível e recomendável realizar consultar para verificar se ela foi acatada pelo sistema. Para tanto, de igual forma, deve ser acessado o mesmo caminho indicado para o envio da Declaração Eletrônica de Conformidade, e verificado se consta o termo “sim” na opção disponível “*Formulário já enviado*”.

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

5.3 CONDIÇÕES PARA O EXERCÍCIO DA ATIVIDADE DE CONSULTORIA

Como sabido, é a Instrução CVM nº 43/85 que, atualmente, regula a atividade de consultoria de valores mobiliários sujeita a registro nesta Autarquia.

Sem prejuízo dos estudos em andamento para o aprimoramento e revisão dessa norma, para conferir maior segurança jurídica e previsibilidade na atuação fiscalizadora da CVM, algumas decisões de Colegiado têm delineado com maior precisão certos aspectos do exercício dessa atividade no mercado, como, por exemplo, aquelas contidas nos Processos CVM nº RJ-1999-3663, RJ-2007-4747, RJ-2008-0296, RJ-2008-1839, RJ-2008-4324 e RJ-2012-6198.

Como observações importantes da análise desses processos, ressaltamos a exigência, prevista na decisão do Processo CVM nº RJ-1999-3663, de que “*o administrador de carteira pessoa jurídica deve segregar suas atividades de consultoria de suas atividades de administração, devendo contar com um responsável para cada atividade*”.

Duas importantes conclusões merecem ser extraídas dessa decisão de Colegiado, a saber: (1) quando exercerem também as atividades de administração de carteiras, os consultores de valores mobiliários deverão comprovar uma adequada segregação entre as duas atividades; e (2) os



consultores de valores mobiliários pessoas jurídicas devem possuir um responsável especialmente designado para responder por essa função perante a CVM, na mesma medida em que já fazem os administradores de carteiras (neste último caso, com base no artigo 7º, II, da Instrução CVM nº 306/99).

Outra observação digna de menção foi a prevista na decisão do Processo CVM nº RJ-2012-6198, na qual ficou ressaltado que, para exercer a atividade de consultoria, a pessoa jurídica deve sempre prever, direta ou indiretamente, essa atividade como parte integrante de seu objeto social.

6. FUNDOS ESTRUTURADOS

6.1. ORIENTAÇÕES GERAIS

6.1.1. PEDIDOS DE REGISTRO DE FUNCIONAMENTO E AUTORIZAÇÃO DE CONSTITUIÇÃO (NO CASO DOS FII) DE FUNDOS DE INVESTIMENTO ESTRUTURADOS (FIDC, FII, FIP, FMIEE E FUNCINE).

Alertamos que ao encaminharem os pedidos de registro de funcionamento ou autorização de constituição (para o caso dos FII) dos fundos de investimento estruturados, a petição seja endereçada diretamente aos cuidados da Gerência de Acompanhamento de Fundos Estruturados – GIE.

Essa medida reduz sensivelmente o tempo de análise e do registro dos fundos estruturados, o que beneficia o próprio regulado, tendo em vista redução do trâmite interno de documentos dentro da Superintendência.

Além disso, frisamos que na requisição deve conter o tipo de oferta que será realizada, basicamente, nos termos da Instrução CVM nº 476 (ICVM 476) ou da Instrução CVM nº 400 (ICVM 400). No caso de uma oferta nos termos da ICVM 400, deve ser indicado na petição se a mesma encontra-se no âmbito do art. 5º, inciso II (lote único e indivisível de valores mobiliários), cujo registro da oferta de valores mobiliários junto à CVM é automaticamente dispensado.

Lembramos que o registro da oferta de valores mobiliários, excetuando-se os casos de dispensa automática, é apreciado pela Superintendência de Registro de Valores Mobiliários – SRE.

6.1.2. COMUNICAÇÃO DE ALTERAÇÕES EM REGULAMENTOS DE FII, FIDC, FIP, FMIEE E FUNCINE, E ALTERAÇÃO DE PRESTADORES DE SERVIÇOS DOS RESPECTIVOS FUNDOS

Cada uma das Instruções dos fundos acima mencionados determina que sejam protocoladas na CVM quaisquer alterações nos regulamentos. É o caso do Art. 17 da Instrução CVM nº 472/08, para os FIIs; do Art. 57, I, da Instrução CVM nº 356/01, para os FIDCs; do Art. 7º, I, da Instrução CVM nº 391/03, para os FIPs; do Art. 5º, I, da Instrução CVM nº 209/94, para os FMIEE; e do Art. 38, da Instrução CVM nº 398/03, no caso FUNCINES.

No entendimento desta área técnica, o protocolo dos regulamentos via Sistema CVMWeb (upload) é considerado suficiente para o atendimento à referida obrigação, hipótese na qual não é necessário



o envio da via física de tais documentos. Reiteramos que os prazos de encaminhamento estabelecidos nas normas devem ser respeitados.

Por último, até que sejam desenvolvidas ferramentas para a atualização cadastral dos prestadores de serviços dos referidos fundos que permita a efetivação das alterações diretamente pelas Instituições Administradoras via CVMWeb, qualquer alteração, seja ela deliberada em assembleia de cotistas ou não, deverá ser solicitada através do envio de e-mail à caixa gie@cvm.gov.br, sem prejuízo do envio da respectiva ata de deliberação ao Sistema CVMWeb, quando for o caso.

A fim de efetivarmos as alterações cadastrais, a atual Instituição Administrada do fundo deverá informar no assunto do e-mail o título “*Alteração Cadastral de Prestador de Serviços*”, ao qual deve anexar a ata que aprovou a modificação, acompanhado de informações sobre (i) o tipo de prestador de serviço que se deseja alterar (Administrador, Gestor ou Custodiante, por exemplo), (ii) o nome e CNPJ do antigo prestador de serviços e o atual, bem como (iii) a partir de que data a alteração foi efetivada, respeitado o disposto na ata de assembleia, se for o caso.

Para alterações do Administrador do fundo, tal solicitação deverá ser efetuada pela instituição substituída.

6.1.3. ENCERRAMENTO, CISÃO, INCORPORAÇÃO E TRANSFORMAÇÃO DE FUNDOS DE INVESTIMENTO ESTRUTURADOS (FIDC, FII, FIP, FMIEE E FUNCINE).

Esclarecemos que as solicitações de cisão, incorporação e transformação dos fundos de investimento estruturados não carecem de autorização formal da CVM, contudo, todas as atas ou instrumentos particulares que autorizaram a operação devem ser encaminhadas via CVMWeb, bem como comunicadas à esta autarquia via protocolo físico, observado o caso de cisão detalhado logo abaixo, endereçada diretamente à Gerência de Acompanhamento de Fundos Estruturados – GIE, indicando na petição a natureza da operação realizada (cisão, incorporação ou transformação).

Alertamos que todos os requisitos definidos em norma específica, bem como os arts. 101 ao 104, da ICVM 409, aplicado aos fundos estruturados por força do art. 119-A da mesma Instrução, devem ser respeitados.

Ainda em relação a cada uma das operações elencadas acima, prestamos os seguintes esclarecimentos:

(i) Encerramento de fundo estruturado junto à CVM:

Junto ao pedido de encerramento do fundo de investimento estruturado deve vir (i) o comprovante de baixa no CNPJ, (ii) a ata da assembleia que tenha deliberado a liquidação do fundo, quando for o caso, ou o termo de encerramento firmado pelo administrador quando do resgate total das cotas ou nos casos onde o fundo não tenha chegado a operar (fase pré-operacional).

O fundo é encerrado em nosso banco de dado após a apresentação da demonstração da movimentação do patrimônio líquido, compreendendo o período entre a data das últimas demonstrações contábeis auditadas e a data da efetiva liquidação do fundo, junto com o



parecer de auditor independente, que deve manifestar-se sobre as movimentações ocorridas no período (Demonstrações contábeis de encerramento).

Obviamente, para os casos de fundos que nunca entraram em operação (fase pré-operacional), as demonstrações contábeis não são devidas.

Tais orientações estão em linha com os arts. 106 e 107, da ICVM 409, aplicado aos fundos estruturados por força do art. 119-A da mesma Instrução.

(ii) Cisão:

A Cisão, quando a parte cindida não for incorporada a outro fundo, ou seja, dando origem a um novo fundo de investimento, é tratado como um novo registro de funcionamento.

Nesses casos, a instituição administradora, além de protocolar fisicamente a petição comunicando a operação realizada, deverá apresentar o novo regulamento do fundo de investimento constituído a partir do fundo originalmente cindido.

Já nas situações onde a parte cindida será incorporada a um fundo de investimento já existente, basta o envio da ata que deliberou e aprovou a cisão e as demonstrações contábeis correspondentes, ambos via CVMWeb, exclusivamente.

Lembramos que nos casos de Cisão, as demonstrações contábeis também deverão ser levantadas, e auditadas no prazo de 60 (sessenta) dias, contados da data do evento, por auditor independente registrado na CVM, devendo constar em nota explicativa os critérios utilizados para a equalização das cotas entre os fundos, nos termos do art. 102, da ICVM 409. Além disso, o parâmetro utilizado para as conversões dos valores das cotas dos fundos, bem como o valor das cotas dos fundos resultantes de tais operações devem constar de nota explicativa, nos termos do parágrafo único do art. 102 mencionado anteriormente.

(iii) Transformação:

O pedido de transformação de um fundo de investimento, estruturado ou não, em um Fundo de Investimento Estruturado (FIDC, FII, FIP, FMIEE e FUNCINE) deve ser encaminhado diretamente à Gerência de Acompanhamento de Fundos Estruturados – GIE.

Solicitamos que no assunto da petição venha identificada a natureza da operação - “Transformação de (FIA, FIDC, FIM, etc) em (FIDC, FIC-FIDC, FIDC-NP, FII, FIP, FIC-FIP, FMIEE ou FUNCINE)”.

Para analisarmos o pedido de transformação, faz-se necessário o envio do novo regulamento, em atenção à norma específica a que se sujeitará o novo fundo estruturado, no caso em tela, a ICVM 356 ou ICVM 444, ICVM 472, ICVM 391, ICVM 209 ou ICVM 398.



Alertamos que o maior erro cometido ao se transformar um fundo é o não ajuste de sua nova política de investimento no regulamento.

(iv) Incorporação:

A incorporação de um fundo de investimento, na prática, trata-se do encerramento do registro do fundo incorporado, por esse motivo, tais operações são tratadas como se de fato fosse um encerramento de fundo.

Nesse sentido, os administradores devem seguir o rito estabelecido acima para os casos de encerramento de fundos, contudo, solicitamos que no assunto da petição venha a seguinte informação: “Encerramento por Incorporação”.

Lembramos que, assim como nos casos de Cisão, nas operações de Incorporação as demonstrações contábeis também deverão ser levantadas, e auditadas no prazo de 60 (sessenta) dias, contados da data do evento, por auditor independente registrado na CVM, devendo constar em nota explicativa os critérios utilizados para a equalização das cotas entre os fundos, nos termos do art. 102, da ICVM 409. Além disso, o parâmetro utilizado para as conversões dos valores das cotas dos fundos, bem como o valor das cotas dos fundos resultantes de tais operações devem constar de nota explicativa, nos termos do parágrafo único do art. 102 mencionado anteriormente.

6.1.4. ENVIO À CVM DO PARECER DE ADVOGADO, DO ÓRGÃO DE ASSESSORAMENTO JURÍDICO E MANIFESTAÇÃO ACERCA DA EXISTÊNCIA DE COMPROMISSO FINANCEIRO QUE SE CARACTERIZE COMO OPERAÇÃO DE CRÉDITO, PARA EFEITO DA LEI COMPLEMENTAR Nº 101/2000 (ART. 7º, §1º E 9º, DA ICVM 444; ART. 8º, §8º, DA ICVM 356).

A instituição administradora de FIDC, quando adquirir direitos creditórios originados ou derivados de entes públicos, incluindo suas empresas controladas dependentes, deverá protocolar fisicamente na CVM, aos cuidados da Gerência de Acompanhamento de Fundos Estruturados – GIE, o parecer do órgão de assessoramento jurídico do ente público, acrescido da manifestação quanto a existência de compromisso financeiro que se caracterize como operação de crédito, para efeito da Lei Complementar nº 101/2000 (Lei de Responsabilidade Fiscal), dispostos no art. 7º, §§ 1º e 9º da ICVM 444, devendo ainda, em caso positivo, ser anexada a autorização do Ministério da Fazenda, nos termos do art. 32 da referida Lei Complementar.

Tais pareceres também deverão ser encaminhados via CVMWeb, no campo informações eventuais, rubrica “outros”, bem como o parecer do advogado, tratado no art. 7º, §1º, da ICVM 444, até que se crie um campo específico para a recepção de tais documentos. Com relação a este último, não se faz necessário o protocolo físico do documento.

6.2. FUNDOS DE INVESTIMENTO EM DIREITOS CREDITÓRIOS – FIDC

6.2.1. 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.

6.2.2. 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 Artigo 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.

6.2.3. ART. 38, INCISO V, C/C §11 DO MESMO ARTIGO (INSTRUÇÃO CVM Nº 356/01) – LASTRO DOS DIREITOS CREDITÓRIOS.

A edição da Instrução CVM nº 531/2013 (ICVM 531) trouxe para a indústria de FIDC em série de modificações relevantes, dentre as quais destacam-se (i) a novas regras para guarda dos direitos creditórios, (ii) o fluxo financeiro dentro do fundo, (iv) cobrança dos recebíveis e (v) as restrições ao conflito de interesses.

No que se refere às regras relativas à guarda dos ativos lastros, em interações com o mercado verificamos algumas dúvidas a respeito de qual documento deveria ser considerado base para fins de guarda e armazenamento pelos custodiantes, nos termos do art. 38, inciso V, c/c §11 do mesmo artigo, todos da ICVM 356.

Nesse sentido, vale esclarecer que não seria razoável definir para cada um dos ativos elegíveis aos FIDCs, dado o número significativo de possibilidades, o documento hábil para efeito de



guarda. Não obstante, entendemos que o lastro dos direitos creditórios deve ser aquele, necessário e suficiente, para efetuar a cobrança do crédito em uma eventual cobrança forçada, seja judicial ou extrajudicial.

Então, para efeito do art. 38, inciso V, c/c §11da ICVM 356, o custodiante, responsável pela cobrança dos recebíveis, deve realizar a guarda dos créditos tendo em mente o conceito acima exposto.

Adicionalmente, é importante frisar, que o custodiante e o administrador devem estar confortáveis quanto à suficiência dos documentos a serem armazenados.

6.2.4. ART. 38, INCISO V, (ICVM 356) – GUARDA DE CRÉDITOS CUJO LASTRO ENCONTRA-SE NOS AUTOS DE UMA AÇÃO JUDICIAL DE COBRANÇA.

Na análise de pedidos de dispensas no âmbito do Processo nº RJ-2013-4911, detalhado logo abaixo, a BRL Trust DTVM solicitou dispensa quanto à realização de guarda dos créditos cujo lastro se encontre nos autos de uma ação judicial de cobrança.

Acompanhando o entendimento da área técnica, foi esclarecido que em tais casos, onde os documentos comprobatórios dos direitos creditórios fazem parte dos autos da própria ação, impossibilitando o custodiante de manter a sua posse, não carece de dispensa formal pelo Colegiado, dado que tais documentos, obrigatoriamente, devem permanecer nos autos do processo de cobrança judicial, o que seria o caso de inexigibilidade de conduta diversa e totalmente em linha com a regulação em vigor.

6.2.5. ART. 38, INCISO V, C/C §7º DO MESMO ARTIGO (ICVM 356) – DISPENSA CONCEDIDA PELO COLEGIADO PARA QUE O CEDENTE FAÇA A GUARDA DOS DOCUMENTOS LASTRO DOS DIREITOS CREDITÓRIOS.

No âmbito da análise dos pedidos de dispensas solicitados pela BRL Trust DTVM (FIDC Multisegmentos NPL Ipanema – NP e FIDC Multisegmentos NPL Ipanema II – NP) Gradual CCTVM (Itapeva II Multicarteira FIDC NP) – Processo CVM RJ-2013-4911, o Colegiado se manifestou a respeito do pedido de dispensa ao art. 38, inciso V, c/c §7º.

No caso em tela os administradores solicitaram permissão para que os cedentes dos direitos creditórios adquiridos pelo fundo pudessem realizar a guarda dos recebíveis, tendo em vista (i) o número excessivo de créditos, todos inadimplidos quando da cessão ao fundo, bem como (ii) o *ticket* médio muito baixo e, (iii) considerando que os fundos eram todos FIDC-NP.

O Colegiado, acompanhando o entendimento desta área técnica, aprovou a dispensa requerida, desde que fossem atendidos os seguintes condicionantes:

- (i) Prévia aprovação pela unanimidade dos cotistas, reunidos em assembleia geral; e compromisso do administrador em adotar procedimentos que assegurem, na hipótese de ocorrer transferência de cotas, que o adquirente será previamente cientificado sobre a dispensa do cumprimento do art. 38, §7º, II, da Instrução CVM nº 356/01;



- (ii) Todos os contratos de cessão de direitos creditórios devem possuir cláusulas que preveem a recompra/indenização pelo cedente, no mínimo pelo valor de aquisição pago pelo fundo, corrigidos, quando for o caso, na hipótese de o cedente não conseguir apresentar os documentos que comprovem a existência do crédito, ou erros na documentação que inviabilizem a cobrança do crédito cedido;
- (iii) Os regulamentos desses fundos não podem prever a dispensa de que trata o art. 38, §3º, da Instrução CVM nº 356/01, de forma que o lastro dos direitos creditórios seja verificado pelo custodiante, nos termos do art. 38, §1º, da mesma Instrução; e
- (iv) Os Informes Trimestrais dos FIDC, estabelecidos no art. 8º, §3º, da Instrução CVM nº 356/01, que trata da análise e da divulgação de informações sobre a qualidade da carteira, bem como os eventos extraordinários ocorridos no trimestre, deve divulgar a exposição dos FIDC a cada um dos cedentes, similar ao que hoje ocorre no Informe Mensal desses fundos no que se refere a direitos creditórios adquiridos sem aquisição substancial de riscos e benefícios, divulgando ainda, o montante de créditos recomprados conforme o estabelecido no item (ii) acima.

Observe que o Colegiado não permitiu que o custodiante deixasse de verificar, ao menos por amostragem, o lastro dos créditos adquiridos pelo fundo, ou seja, em todos os casos, o regulamento não poderá fazer uso da dispensa de que trata o art. 38, §3º, da ICVM 356 (dispensar o custodiante de realizar a verificação dos créditos do fundo, mesmo diante de recebíveis de reduzido valor médio).

Na referida decisão foi ressaltado que o administrador deveria avaliar a necessidade de divulgação de fato relevante, nos termos do art. 46, §§ 2º e 3º, da Instrução CVM nº 356/01, toda vez em que a cláusula contratual de recompra/indenização for exercida, dado que tal informação poderá influenciar a decisão de investimento dos participantes do mercado.

Ainda, vale frisar que por recompra de créditos entende-se o pagamento integral pelo cedente, em moeda correta, pelos créditos recomprados, no mínimo pelo valor de aquisição pago pelo fundo, corrigido, se for o caso, o que não se confunde com a substituição de direitos creditórios, onde há uma troca de recebíveis.

Por indenização, entende-se o pagamento, em moeda corrente, de quantia previamente acordada no contrato de cessão, sem que o fundo perca a propriedade do crédito anteriormente adquirido. Tal conceito diferencia-se de uma recompra propriamente dita, pois na recompra há uma mudança de propriedade do crédito, do FIDC para o cedente.

6.2.6. ART. 38, V, DA ICVM 356 – REALIZAÇÃO DA GUARDA DOS DIREITOS CREDITÓRIOS PELO CEDENTE E CONSULTOR ESPECIALIZADO DO FUNDO.

No âmbito do pedido de registro do FIDC Zema (Processo CVM nº RJ-2012-1961), o Colegiado se pronunciou a respeito do pedido de dispensa ao art. 38, V, da ICVM 356, realizado pela BNY Mellon Serviços Financeiros DTVM, na qualidade de administradora do fundo.

O pedido versava sobre a realização da guarda dos direitos creditórios pela Eletrozema, consultora especializada do FIDC e originadora dos direitos creditórios. Neste caso, o fundo



teria um cotista exclusivo, controlador da cedente dos créditos. Inicialmente esta SIN não concordou com a solicitação por se tratar de uma atividade exclusiva do custodiante, nos termos do art. 38, inciso V, da Instrução CVM 356/01 e, embora o Colegiado já tivesse em outra oportunidade (Processo nº RJ-2011-12712) autorizado o custodiante de um FIDC a terceirizar a guarda física dos documentos comprobatórios dos direitos creditórios adquiridos pelo fundo, esta área técnica entendeu que a estrutura apresentada pela administradora do FIDC Zema não apresentava as características fundamentais daquela decisão, que são: (i) autorizar a terceirização da guarda para empresa especializada, e desde que o cedente e originador não tenham acesso aos documentos ou o tenham mediante autorização expressa do custodiante; e (ii) autorizar a terceirização da cobrança mediante o recebimento dos recursos em conta vinculada, de forma a não haver risco de fungibilidade.

Em seu recurso, a administradora propôs transformar o Fundo em um FIDC Não-Padronizado caso o Colegiado mantivesse a decisão da SIN, que indeferiu o pedido de registro de funcionamento do FIDC Zema. Com relação a esse pedido alternativo, entendemos que seria possível conceder a dispensa requerida pelo administrador, tendo em vista a decisão do Colegiado no âmbito do Processo RJ-2011-12448, que dispensou o Bertolucci FIDC-NP de determinados requisitos da Instrução CVM 356/01, considerando que, com base no art. 9º da Instrução CVM 444/06: (i) não havia afronta ao interesse público; (ii) o investidor tinha conhecimento e aceitava as condições, encontrando-se, portanto, informado e protegido; e (iii) existia vedação a negociação secundária das cotas do fundo.

O Colegiado, tendo em vista a manifestação desta área técnica, nos termos do exposto no MEMO/CVM/SIN/GIE/Nº 184/2012, deliberou o indeferimento do pedido de registro de funcionamento do FIDC Zema. Porém, com base no art. 9º da Instrução CVM 444/06, deliberou conceder a dispensa requerida, caso o fundo fosse transformado em um FIDC-Não Padronizado, destinado ao mesmo cotista exclusivo e que expressamente previsse em seu Regulamento que suas cotas não poderiam ser objeto de negociação em mercado secundário.

6.2.7. ART. 38, INCISO VII (ICVM 356) – RECEBIMENTO, EM NOME DO FUNDO, DE PAGAMENTOS RELATIVOS AOS TÍTULOS CUSTODIADOS.

No âmbito da análise do pedido de registro do FIDC Lojas Renner II – Financeiro e Comercial (Processo CVM nº RJ-2014-865) foi analisado a estrutura de cobrança e recebimento de pagamentos relativos aos títulos custodiados do fundo em tela.

Em tal FIDC, parte dos pagamentos dos direitos creditórios é feito em dinheiro nas Lojas Renner, que é a cedente da operação. Contratualmente, é garantido que esse fluxo financeiro não pode ser segregado pela cedente até o seu integral depósito na conta vinculada, quando o Custodiante, prioritariamente, realizará a separação dos recursos do fundo dos demais não cedidos.

Ainda, com o intuito de preservar os recursos oriundos dos créditos cedidos e, a fim de mitigar o risco de fungibilidade, o contrato de seguro de transporte de valores garante indenização ao FIDC da parcela objeto da cessão.

Entendemos que a estrutura em tela atende ao disposto no inciso VII, do art. 38 da ICVM 356, e não configura situação de conflito de interesses, desde que o Custodiante tenha



absoluto controle informacional sobre esse fluxo, bem como garantias suficientes para mitigar o risco de fungibilidade até o depósito em conta vinculada, tendo poderes, inclusive, para segregá-lo prioritariamente do fluxo financeiro do Cedente após o referido depósito, como ocorre na estrutura do FIDC mencionado.

6.2.8. ART. 38, §§ 12, 13 E 14 (ICVM 356) – VERIFICAÇÃO DO LASTRO DE CRÉDITOS INADIMPLIDOS OU SUBSTITUÍDOS PARA OS CASOS ONDE O CUSTODIANTE RECEBE E VERIFICA A DOCUMENTAÇÃO QUE EVIDENCIE O LASTRO DOS CRÉDITOS DE FORMA INDIVIDUALIZADA E INTEGRAL.

O § 14, do art. 38, da ICVM 356, introduzido pela ICVM 531, dispensa o custodiante da obrigação de verificar o lastro dos direitos creditórios de que trata o inciso I, do §13 do art. 38 da mesma Instrução.

Considerando que nesses casos estamos diante de uma verificação integral dos recebíveis adquiridos pelo FIDC, alguns custodiantes expuseram dúvidas sobre a necessidade de se verificar também o lastro dos créditos inadimplidos e os substituídos no trimestre em referência.

Ressaltamos que mesmo nos casos onde os recebíveis sejam verificados em sua integralidade quando da aquisição pelo FIDC, faz-se necessário a avaliação dos créditos inadimplidos ou substituídos, nos termos do art. 38, §13, II, da ICVM 356. Tal análise, (i) em relação aos recebíveis inadimplidos, tendo em vista a possibilidade de se dar andamento a uma cobrança forçada, garante ao fundo maior conforto quanto à suficiência da documentação suporte e, (ii) tratando-se de créditos substituídos, o custodiante deve avaliar se o novo crédito condiz com os critérios de elegibilidade definidos no regulamento e se são compatíveis com o recebível que deixa a carteira do fundo. Tal verificação permite ainda avaliar a própria qualidade da carteira do fundo, tendo em vista que substituições constantes podem ser indícios de má origem dos créditos adquiridos pelo gestor, refletido no demonstrativo trimestral do fundo, de que trata o art. 8º, §3º, da ICVM 356.

Ainda, com referência à verificação integral dos direitos creditórios inadimplidos no trimestre de que trata o art. 38, §13, II, da ICVM 356, entendemos que como “inadimplidos” podem ser considerados aqueles direitos creditórios que venceram dentro do trimestre de referência e não foram pagos, podendo ser desconsiderados os direitos creditórios vencidos a menos de 15 dias do encerramento do trimestre, em linha com as orientações de classificação adotadas pelo BACEN na Resolução nº 2682, em seu art. 4º, onde se considera, para fins de reporte, apenas os créditos inadimplidos a partir de 15 dias. Dessa forma, a verificação integral deve ocorrer no referido trimestre, independentemente do momento em que o administrador julgue ser necessário: (i) dar início as ações de cobrança extrajudicial ou judicial; (ii) constituir provisão adicional ou integral sobre os direitos creditórios inadimplidos, se aplicável; ou (iii) efetuar a “baixa” dos direitos creditórios para perdas.

6.2.9. ART. 38, §13, INCISO II (ICVM 356) – VERIFICAÇÃO DO LASTRO DE CRÉDITOS INADIMPLIDOS POR FIDC-NP QUE OS ADQUIRE ORIGINALMENTE NESTA CONDIÇÃO.



Tendo em vista algumas dúvidas de administradores de FIDC-NP sobre a aplicabilidade do §13º, inciso II, do art. 38, da ICVM 356, no âmbito de créditos já inadimplidos, quando da cessão a tais fundos, prestamos os esclarecimentos abaixo.

Primeiramente, vale ressaltar que, conforme exposto acima, o §13º, inciso II, do art. 38, aplica-se integralmente aos créditos a vencer adquiridos pelos FIDC ou FIDC-NP, que, após sua cessão ao Fundo, passem à condição de inadimplidos no trimestre objeto dos serviços de verificação de lastro.

Em relação aos créditos inadimplidos quando da cessão ao fundo, aquisição permitida apenas aos FIDC-NP, nos termos do art. 1º, inciso II, da ICVM 444, obviamente, não se aplica a verificação de lastro de recebíveis inadimplidos de que trata o § 13º, inciso II, do art. 38, pois tal dispositivo visa atender às situações ocorridas no curso das operações do fundo, quando da alteração da condição original do crédito, o que não é o caso dos créditos inadimplidos adquiridos pelos FIDC-NP.

Não obstante o exposto, a verificação de lastro de que trata o art. 38, inciso III, bem como as considerações dos §§1º e 3º, todos da ICVM 356, devem ser respeitadas no âmbito dos FIDC-NP, pois trata-se da verificação primária realizada pelos custodiantes.

Quanto à verificação de lastro dos recebíveis substituídos, vale destacar que tal análise aplica-se, sem ressalvas, a todos os tipos de créditos, independentemente de sua condição quando da aquisição pelo fundo, seja FIDC ou FIDC-NP.

6.2.10. ART. 39, §2º (ICVM 356) – VEDAÇÃO AO ADMINISTRADOR, GESTOR, CUSTODIANTE E CONSULTOR ESPECIALIZADO OU PARTES A ELE RELACIONADAS DE CEDER OU ORIGINAR, DIRETA OU INDIRETAMENTE, DIREITOS CRÉDITOS AOS FUNDOS NO QUAL ATUEM.

Na mesma decisão aplicada no âmbito do Processo CVM RJ-2013-491, foi requerido que o custodiante pudesse também ceder recebíveis ao FIDC, dispensando o fundo do cumprimento do art. 39, §2º, da ICVM 356. Em relação a esse ponto, o Colegiado indeferiu tal dispensa.

Sobre essa questão, vale a pena discorrer alguns comentários.

A dispensa requerida pela instituição administradora dizia respeito ao dispositivo que, sem sombra de dúvidas, tratava de pilar central das mudanças introduzidas pela ICVM 531, e vale frisar que tal assunto foi constantemente debatido em todo o processo de Audiência Pública. Ainda, a permanência de tal vedação, foi o principal motivo que possibilitou a exclusão da proposta do art. 39, §1º, da ICVM 356, onde se pretendia vedar que o administrador ou o gestor pudessem prestar serviços de custódia aos FIDC.

Entendemos, como mencionado no Relatório de Audiência Pública, que os conflitos de interesses em um FIDC se agudizam a ponto de terem sido vedados quando um participante domina duas pontas dentro de uma estrutura: (i) a originação e cessão do crédito, para o qual poderíamos fazer uma analogia com o lado da venda do ativo (sell-side); e (ii) quando este mesmo participante trabalha na aquisição desses créditos originados anteriormente (buy-side).



Ainda sobre esse tema, o administrador do fundo, a BRL Trust, argumentou que o custodiante em tela (Banco Santander) seria um tradicional participante do mercado, nesse sentido, seria mais um ponto a favor da concessão da dispensa.

Não há dúvidas de que todos os custodiantes, ou qualquer outro participante, de alguma forma se consideram e de certo modo são de fato especiais, sejam tradicionais ou inovadores, grandes ou especializados em nichos, segundo parâmetros próprios. Deste modo, não pareceu razoável, sob o nosso ponto de vista do Regulador, acatar a dispensa solicitada no âmbito do referido Processo, correndo o risco de, ao atender um interesse particular, colocar em cheque toda uma indústria.

Por último, frisamos que esse indeferimento abarcou também um fundo exclusivo, o que reforça a noção de que dividir, indistintamente, as duas pontas da estrutura de um FIDC, *sell-side* e *buy-side*, é não somente um requisito de proteção ao investidor, mas também um requisito para a proteção de toda a indústria de FIDCs.

6.2.11. ART. 39, §2º – CESSÃO DE RECEBÍVEIS PELO FIDC AOS SEUS PRESTADORES DE SERVIÇOS.

O art. 39, §2º, da ICVM 356 veda a originação e cessão, direta e indireta, de direitos creditórios ao FIDC pelo seu administrador, gestor, custodiante e consultor especializado ou partes a eles relacionadas.

Apesar do art. 39, §2º, não dispor sobre a cessão de direitos creditórios pelo FIDC ao seu administrador, gestor, custodiante e consultor especializado ou partes a eles relacionadas, entendemos que tal situação é igualmente vedada.

Com referência a uma possível cessão de direitos creditórios pelo FIDC ao administrador, tal vedação está expressa no art. 24, §1º, inc. IV, da ICVM 356, o qual não permite que o administrador atue como contraparte de FIDC com outra finalidade, que não a de realizar a gestão de caixa e liquidez do fundo.

Considerando que as atividades de gestão, custódia e consultoria especializada são primariamente atribuídas ao administrador e podem ser contratadas com terceiros, a critério do administrador, entendemos que a vedação do art. 24, §1º, inc. IV, da ICVM 356 se estende aos demais prestadores de serviço do fundo, nos termos do art. 39 da ICVM 356.

Essa interpretação decorre do fato de que o conflito de interesses existente na cessão de direitos creditórios dos prestadores de serviço ao fundo também é válido no sentido inverso, ou seja, do fundo para seus prestadores de serviços. Entendemos, como mencionado no Relatório de Audiência Pública da ICVM 531, que os conflitos de interesses em um FIDC se dão quando um participante domina duas pontas dentro de uma estrutura: (i) a originação e cessão do crédito, para o qual poderíamos fazer uma analogia com o lado da venda do ativo (*sell-side*); e (ii) quando este mesmo participante trabalha na aquisição desses créditos originados anteriormente (*buy-side*). Analogamente, temos a mesma situação de conflito entre *buy-side* e *sell-side* nos casos em que o fundo cede os seus direitos creditórios aos seus prestadores de serviços.

Para reforçar o entendimento, podemos observar que as funções do custodiante, conforme atribuídas no art. 38 da ICVM 356, a do gestor nos termos da ICVM 306 e a do consultor especializado disposta no art. 39, inciso I, da ICVM 356, são incompatíveis com a atuação desses participantes enquanto contraparte dos FIDC nos quais atuem.



Tal situação se agrava quando o consultor especializado também desempenha o papel de agente de cobrança dos direitos creditórios inadimplidos, nos termos do art. 39, §3º, alínea “a”, da ICVM 356. O agravamento está no fato de o consultor ter o poder de negociar o “preço” com o sacado pela liquidação dos direitos creditórios inadimplidos e, ao mesmo tempo, negociar a recompra de um direito creditório inadimplido com o FIDC no qual atue.

6.2.12. ART. 39, §2º – ORIGINAÇÃO INDIRETA POR MEIO DA ATUAÇÃO DE PRESTADORES DE SERVIÇOS NA CONDIÇÃO DE SACADOS/DEVEDORES DO FIDC.

Tendo em vista sanar dúvidas do mercado quanto ao alcance e à aplicabilidade do termo origem indireta para efeitos do art. 39, §2º, da ICVM 356, quando os prestadores de serviços do FIDC, nos termos do referido dispositivo, atuam na condição de sacados/devedores do fundo, esclarecemos que, na nossa opinião, a referida vedação estabelecida na Instrução também alcança tais participantes.

Assim como no caso da cessão direta, o administrador, gestor, consultor especializado do FIDC, ou partes a eles relacionadas, na condição de sacado/devedor, também feriria a fronteira *sell-side/buy-side*, que a norma procurou preservar, conseqüentemente, tais operações também se encontram vedadas, segundo o entendimento desta área técnica.

6.2.13. ART. 39, §2º – CESSÃO INDIRETA; E ART. 36, INCISO I (ICVM 356) – COBRIGAÇÃO EM NOME DO FIDC.

Identificamos que algumas empresas de consultoria especializada e/ou gestores de FIDC adotavam a prática de adiantar recursos para o cedente dos direitos creditórios de forma a que, futuramente, quando o FIDC viesse a adquirir tais recebíveis do cedente, o pagamento fosse feito ao consultor/gestor por conta do adiantamento previamente concedido.

Entendemos que tal procedimento de adiantamento com posterior reembolso pelo fundo é vedado nos termos do art. 39, §2º, da Instrução CVM nº 356/01, uma vez que caracterizaria uma situação de cessão indireta de direitos creditórios ao FIDC pelo consultor e/ou gestor, além de poder configurar uma infração ao art. 36, inciso I, da ICVM 356, que veda à instituição administradora se coobrigar sob qualquer forma em nome do fundo.

6.2.14. ART. 7º, §1º E §9º (ICVM 444) – PARECER DE ADVOGADO ACERCA DA VALIDADE JURÍDICA DA CONSTITUIÇÃO E DA CESSÃO DOS CRÉDITOS AO FIDC-NP; PARECER DE ÓRGÃO DE ACESSORAMENTO JURÍDICO COMPETENTE (ART. 1º, §1º, II); E MANIFESTAÇÃO ACERCA DA EXISTÊNCIA DE COMPROMISSO FINANCEIRO QUE SE CARACTERIZE COMO OPERAÇÃO DE CRÉDITO, PARA EFEITO DA LEI COMPLEMENTAR Nº 101, DE 04/05/2000.

O parecer de advogado a que se refere o art. 7º, §1º, da ICVM 444 deve ser encaminhado a cada aquisição de créditos pelo FIDC-NP. Tal parecer aplica-se indistintamente a todos os recebíveis relacionados no art. 1º, §1º, da ICVM 444.

Nesse sentido, o envio de tal documento, quando do registro do FIDC-NP junto à CVM, apenas ocorrerá quando o administrador conhecer de antemão os créditos que serão adquiridos pelo fundo.



Além do parecer de advogado mencionado, o mesmo dispositivo solicita também um parecer do órgão de assessoramento jurídico competente quando se tratar dos créditos referidos no inciso II do §1º do art. 1º da referida Instrução. Em relação a este último, entendemos que tal parecer deve ser emitido pelo órgão jurídico do ente público que deseja a cessão dos recebíveis ao FIDC-NP, notadamente sua procuradoria jurídica, onde deverá contemplar suas considerações a respeito da legalidade da cessão dos recebíveis ao FIDC-NP. Adicionalmente, faz-se necessário apresentar sua manifestação acerca da existência de compromisso financeiro que se caracterize como uma operação de crédito, para efeito do disposto na Lei Complementar nº 101, de 4 de maio de 2000, devendo, em caso positivo, ser anexada competente autorização do Ministério da Fazenda, nos termos do art. 32, da referida Lei Complementar.

Então, quando se tratar de recebíveis originados ou derivados de entes públicos, bem como suas autarquias e fundações, e empresas controladas dependentes, o administrador deverá apresentar (i) o parecer jurídico de advogado, que pode ser emitido pelo seu próprio corpo jurídico, além (ii) do parecer do órgão jurídico do ente público, que deverá contemplar também a manifestação de que trata o § 9º, do art. 7º, da mencionada Instrução, quando for o caso.

Quando se tratar apenas dos créditos mencionados nos incisos I, III, IV, V, VI e VII, do §1º, do art. 1º da ICVM 444, bastará a apresentação do parecer de advogado de que trata o art. 7º, §1º, da Instrução.

6.3. FUNDO DE INVESTIMENTO IMOBILIÁRIO - FII

6.3.1. 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.

6.3.2. ART. 5º, INCISOS I E II, E ART. 13, CAPUT E §1º, DA INSTRUÇÃO CVM Nº 472/08.

Na interpretação da SIN, a leitura sistemática dos dispositivos sobre o registro de funcionamento dos fundos de investimento imobiliário resulta que o fundo pode receber seu registro de funcionamento após subscrito somente o valor mínimo estabelecido no Regulamento.



Todavia, como o registro depende também da apresentação da publicação do Anúncio de Encerramento ou da apresentação dos dados finais de colocação de cotas constitutivas de seu patrimônio inicial, ele apenas será concedido após o encerramento da distribuição inicial de cotas, o que implica o cancelamento do saldo não colocado.

Em outras palavras, entendemos que não prospera o entendimento no sentido de que no âmbito de uma oferta pública de distribuição de cotas de FII com esforços restritos (Instrução CVM nº 476/09), mesmo após o registro de funcionamento do fundo seria possível efetuar novas subscrições da 1ª emissão de cotas, constitutiva do patrimônio inicial do fundo, até o montante total previsto no Regulamento.

6.3.3. ART. 19, § 1º (ICVM 472) - CONVOCAÇÃO DE ASSEMBLEIA POR COTISTAS QUE DETENHAM 5% DAS COTAS EMITIDAS.

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.

6.3.4. ART. 20 (ICVM 472) – ASSEMBLEIA DE COTISTAS (OFÍCIO-CIRCULAR SIN Nº 05/2013)

Nos termos do art. 20, da ICVM 472, são estabelecidas duas regras de deliberação em assembleia de cotistas: a primeira, uma regra geral, na qual as deliberações são tomadas por maioria de votos dos cotistas presentes, cabendo a cada cota 1 (um) voto; a segunda, uma exceção à regra geral, prevê a aprovação dos cotistas que representem metade, no mínimo, das cotas emitidas, caso maior quorum não seja fixado no regulamento do Fundo, limitada às seguintes matérias: alteração do regulamento; fusão, incorporação, cisão e transformação do fundo; apreciação do laudo de avaliação de bens e direitos utilizados na integralização de cotas do fundo; e, os atos que caracterizem conflito de interesses entre o fundo e o administrador.

Nesse sentido, excluindo a previsão constante no parágrafo único do art. 20, todas as demais matérias objeto de deliberação em assembleia de cotistas seguirão a regra geral (primeiro caso). Ao ressaltar o disposto no parágrafo único do art. 20, a norma elencou quais seriam as matérias que poderiam ser objeto de limites mais restritivos de deliberação.

Em resumo, no entendimento desta área técnica, fica afastada qualquer possibilidade de o administrador escolher discricionariamente quais matérias estarão sujeitas a quorum



qualificado, restringindo apenas às estabelecidas no parágrafo único do art. 20 da ICVM 472.

6.3.5. ART. 21 (ICVM 472) E ART. 48, §3º (ICVM 409) – DOS FORMAS DE DELIBERAÇÃO EM ASSEMBLEIA DE COTISTAS (OFÍCIO-CIRCULAR SIN Nº 05/2013)

Além da forma presencial de deliberação em assembleia, nos termos do §3º, do art. 48, da Instrução CVM nº 409/2004, aplicada por força do disposto no §2º, do art. 19, da ICVM 472, esta Instrução estabelece ainda a possibilidade de deliberação mediante processo de consulta formal, nos termos do disposto no art. 21 da ICVM 472, sem necessidade de reunião dos cotistas, através da qual o cotista poderá votar por meio de comunicação escrita ou eletrônica, desde que observado o disposto no regulamento.

Mesmo na hipótese de deliberação através de um processo de consulta formal, todas as obrigações do administrador em relação à comunicação aos cotistas, à CVM e ao mercado organizado em que as cotas do FII sejam admitidas à negociação restam preservadas, nos termos do disposto no art. 41 da ICVM 472.

Nesse sentido, a ata da assembleia de cotistas continuará a ser elaborada pelo administrador e disponibilizada aos cotistas em até 8 (oito) dias após sua ocorrência. Nesse caso específico, a ata deve considerar a data final de apuração da consulta realizada, bem como deve ser enviada, simultaneamente, ao mercado organizado em que as cotas do FII sejam admitidas à negociação e à CVM, através do Sistema de Envio de Documentos, disponível na página da CVM na rede mundial de computadores, no campo relativo às atas das assembleias gerais, conforme os artigos 41 e 42 da ICVM 472.

No que diz respeito ao edital de convocação quando do processo de consulta formal, este deve conter todas as matérias objeto de deliberação, conforme o disposto no art. 48, §1º, da ICVM 409, aplicado aos FII por força do art. 19, §2º, da ICVM 472.

Tal edital deverá ser disponibilizado à CVM, ao mercado organizado em que as cotas do FII sejam admitidas à negociação e na página do administrador na rede mundial de computadores no mesmo dia do envio das comunicações referentes ao processo de consulta formal, nos termos dos artigos 41 e 42 da ICVM 472.

Por último, vale esclarecer que, no caso de consultas formais onde a carta-consulta faz as vezes do edital de convocação, tal documento também deve ser encaminhado à CVM, ao mercado organizado em que as cotas do FII sejam admitidas à negociação, além de ser disponibilizada na página da instituição administradora.

6.3.6. ART. 21 C/C ART. 20 (ICVM 472) – CÔMPUTO DE VOTOS NO ÂMBITO DE UMA CONSULTA FORMAL

A consulta formal se submete ao mesmo regramento aplicado às Assembleias presenciais e, a norma, em seu art. 20, estabelece a necessidade de um voto, o que não se confunde com a ausência de manifestação por parte do cotista. Nesse sentido, são nulos os dispositivos constantes em regulamento que prevejam a ratificação automática da proposta apresentada pela Administradora nos casos de ausência de resposta pelo investidor à consulta formulada, como se um voto positivo fosse.

Vale ressaltar, que no Ofício-Circular SIN nº 05/2013, apesar de não explicitar o caso em tela, deixa claro que as obrigações e procedimentos aplicados às Assembleias presenciais devem ser seguidos também no caso das consultas formais. Se assim não fosse, todo o regramento



estabelecido para a deliberação em Assembleias de FII, notadamente o exposto no p.u. do art. 20 da ICVM 472, estariam prejudicados no âmbito de uma deliberação por consulta formal.

Frisamos, por último, que Consulta Formal e Assembleia presencial, são tão somente formas de deliberação aplicada aos FII, cujas regras e procedimentos se aplicam indistintamente a ambos os casos.

6.3.7. ART. 24, P.U., INCISO II (ICVM 472) – DO VOTO DO ADMINISTRADOR, GESTOR E PARTES LIGADAS, NA CONDIÇÃO DE COTISTAS DO FII, EM ASSEMBLEIA.

O art. 24, incs. I a IV, da ICVM 472 veda a possibilidade de o administrador, gestor, prestadores de serviços, empresas ligadas, seus sócios, diretores e funcionários e empresas de votarem nas assembleias gerais do fundo.

Como exceção à regra supracitada, o art. 24, p.u., da ICVM 472 dispõe em seu inciso I que o voto é permitido caso os únicos cotistas do fundo sejam as pessoas conflitadas referidas nos incisos I a IV do art. 24, mencionadas no parágrafo anterior.

Outra exceção disposta no art. 24, p.u, inciso II da ICVM 472 permite o voto das pessoas referidas nos incisos I a IV do art. 24 quando *“houver aquiescência expressa da maioria dos demais cotistas, manifestada na própria assembleia, ou em instrumento de procuração que se refira especificamente à assembleia em que se dará a permissão de voto”*.

Esclarecemos que os *“demais cotistas”* mencionados no referido dispositivo correspondem aos demais cotistas do fundo como um todo, considerando a totalidade das cotas emitidas e detidas pelos mesmos, que não as pessoas mencionadas nos incisos I a IV do art. 24.

A Instrução, ao permitir que seja obtida procuração dos *“demais cotistas”*, refere-se obrigatoriamente ao universo total de cotistas do fundo que podem se manifestar por meio de procuração ou presencialmente na assembleia específica. Assim, para que as pessoas referidas nos incisos I a IV da ICVM 472 votem em assembleia, deve-se obter autorização da maioria (50% + 1) das demais cotas emitidas do fundo, seja na própria assembleia ou por meio de procuração.

Tal entendimento está em linha com o art. 20, p.u., e art. 34 da ICVM 472, que estabelece, no mínimo, metade das cotas emitidas para aprovação das matérias que representam conflito de interesses. Dessa forma, considerando que as pessoas mencionadas nos incisos I a IV do art. 24 da ICVM 472 são conflitadas para votar nos termos do próprio dispositivo, é nosso entendimento que deve-se excluir suas participações no fundo e considerar a permissão dos demais cotistas do FII, em sua totalidade, para aprovação desse tipo de matéria, a fim de alcançar *a maioria dos demais cotistas* estabelecido no art. 24, p.u., inciso II, da ICVM 472.

6.3.8. ART. 31-A (ICVM 472) – CONTRATAÇÃO DE FORMADOR DE MERCADO

O art. 31-A da Instrução dispõe sobre as principais regras que devem ser seguidas pelos administradores, a fim de contratar formador de mercado para os FII, dentre as quais, a vedação explícita da prestação desses serviços pelos seus administradores e gestores, conforme § 1º.

Adicionalmente, no § 2º do mesmo artigo, a Instrução possibilita que tal contratação possa ser realizada com partes relacionadas ao administrador e ao gestor do fundo, o que está sujeito à aprovação da assembleia geral de cotistas, nos termos do art. 34 da Instrução, por quórum



qualificado de, no mínimo, maioria das cotas emitidas, se maior quorum não for fixado no regulamento, nos termos do Art. 20, Parágrafo único, da Instrução.

Entendemos que este tipo de contratação entre partes relacionadas – mesmo quando sem qualquer ônus ao fundo imobiliário – nos termos do artigo 31-A, § 2º, da Instrução, não dispensa a necessidade de aprovação em assembleia nos termos do art. 34.

Nesse sentido, é interpretação da SIN que a contratação dos serviços de formador de mercado entre partes relacionadas apresenta potenciais riscos e conflitos que vão além da precificação dos serviços em si, notadamente o risco de acesso privilegiado a informações não públicas, e que sua contratação deve ser submetida à apreciação dos investidores, nos termos do disposto no art. 34 da INSTRUÇÃO CVM Nº 472/08, dentre outros motivos para que esses avaliem riscos e benefícios deste tipo de contratação.

Assim, a contratação dos serviços de formador de mercado deve seguir os dispositivos do art. 31-A da Instrução sem exceções, mesmo no caso de contratação não remunerada.

6.3.9. ART. 34 (ICVM 472) – CONFLITO DE INTERESSES EM FII (OFÍCIO-CIRCULAR SIN Nº 05/2013)

A Lei 8.668/93, de 25/06/1993, disciplinou a constituição dos Fundos de Investimento Imobiliário no Brasil. A referida lei, em seu art. 12, entre outros dispositivos, vedou à instituição administradora, no exercício específico de suas funções e utilizando-se dos recursos do FII, realizar operações do fundo quando caracterizada situação de conflito de interesse entre o fundo e a instituição administradora, ou entre o fundo e o empreendedor.

A ICVM 472, por sua vez, em seu art. 34, reafirmou o dispositivo legal, considerando que, caso as operações do fundo que configurassem conflito de interesses fossem submetidas à aprovação de Assembleia de Cotistas, a hipótese prevista em Lei seria descaracterizada. Para isso, condicionou a operação à aprovação prévia, específica e informada em assembleia, cujo quorum é estabelecido pelo disposto no art. 20, parágrafo único, da ICVM 472.

O §1º do art. 34 enumera ainda alguns exemplos de situações de conflito de interesses, tais como: a aquisição, locação, arrendamento ou exploração do direito de superfície, pelo fundo, de imóvel de propriedade do administrador ou de pessoas a ele ligadas; a alienação, locação ou arrendamento ou exploração do direito de superfície de imóvel integrante do patrimônio do fundo tendo como contraparte o administrador ou pessoas a ele ligadas; assim como a contratação por parte do administrador dos prestadores de serviços a que se refere o art. 31 da mesma instrução, quais sejam: a distribuição de cotas, o consultor especializado, a empresa especializada e o formador de mercado.

Esta área técnica entende que, para a 1ª distribuição de cotas do fundo, seria possível a contratação de um distribuidor ligado ao administrador, tendo em vista que a prestação desse serviço possui prazo determinado para o seu encerramento, ou seja, não é um serviço que será prestado de forma contínua, encerrando-se antes do registro de funcionamento do FII, não caracterizando, portanto, conflitos de interesse com os cotistas, uma vez que esses ainda não existem formalmente nesse momento.

Do mesmo modo entende esta SIN que a contratação de distribuidor ligado ao administrador ou gestor, mas cuja forma de remuneração não caracterize ônus para os cotistas existentes do FII, também não constitui em situação de conflito de interesse de que trata o art. 34, da ICVM 472.



Entretanto, também entende esta SIN que todas as demais contratações de partes relacionadas ao administrador em princípio estarão sujeitas à deliberação em assembleia de cotistas, nos termos do disposto parágrafo único do art. 20 da ICVM 472.

Alertamos, ainda, que as situações de conflito de interesses, assim como quaisquer outras sujeitas à assembleia de cotistas não podem ser, para esses efeitos, objeto de pré-aprovação, ciência, ou concordância sob qualquer outro nome, no Termo de Adesão ao fundo, tendo em vista os motivos expostos acima.

6.3.10. ART. 35, INCISO IV (ICVM 472) – COBRIGAÇÃO EM FII (OFÍCIO-CIRCULAR SIN Nº 05/2013)

Recentemente, temos observado que alguns FII passaram a ceder seus recebíveis imobiliários para fins de securitização na forma de Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRI). Nesse contexto, seguem alguns alertas sobre as vedações impostas aos administradores de fundos imobiliários:

A ICVM 472 impõe ao administrador de FII algumas vedações relacionadas às operações do fundo, especialmente no que tange à assunção de obrigações por esses fundos. O art. 35 veda ao administrador, no exercício das funções de gestor do patrimônio do fundo e utilizando os recursos do fundo, contrair ou efetuar empréstimos, prestar fiança, aval, bem como aceitar ou coobrigar-se sob qualquer forma nas operações praticadas pelo fundo, assim como constituir ônus reais sobre os imóveis integrantes do patrimônio do fundo.

É comum, em operações de cessões de créditos para fins de securitização, o cedente prestar alguma forma de garantia ao adquirente. Contudo, quando o cedente for um FII, o administrador, nos termos do referido art. 35, está impossibilitado de se coobrigar sob qualquer forma utilizando os recursos do fundo.

Por último, ressaltamos que o descumprimento desse dispositivo, tendo em vista o disposto no art. 59, da ICVM 472, poderá constituir infração grave para os efeitos do disposto no §3º, do art. 11 da Lei 6.385, de 7 de dezembro de 1976.

6.3.11. ART. 35, INCISO XII (ICVM 472) – REALIZAÇÃO DE OPERAÇÕES COM CERTIFICADOS DE POTENCIAL ADICIONAL DE CONSTRUÇÃO - CEPAC FORA DE MERCADOS ORGANIZADOS AUTORIZADOS PELA CVM.

No âmbito do Processo CVM nº RJ-2012-11216, o Colegiado apreciou pedido de dispensa do cumprimento do art. 35, XII, da ICVM 472, que veda a realização de operações com ações ou outros valores mobiliários fora de mercados organizados pela CVM, ressalvadas as hipóteses de distribuições públicas, de exercício de direito de preferência e de conversão de debêntures em ações, de exercício de bônus de subscrição e nos casos em que a CVM tenha concedido prévia e expressa autorização. O pleito foi apresentado pela Caixa Econômica Federal, administradora do Fundo de Investimento Imobiliário Porto Maravilha.

Esta área técnica se manifestou através do MEMO/SIN/GIE/Nº 054/2013.

O Fundo pleiteava transferir os CEPAC às SPE pela integralização de suas cotas/ações. Dessa forma, percebe-se que, por meio de tal operação, a administradora pretendia (i) que o Fundo mantivesse os CEPAC em seu patrimônio, ainda que indiretamente, de forma que o capital do cotista (FGTS) estivesse investido no projeto da Operação Urbana Consorciada; e (ii) que as SPE não tivessem que arcar com o desembolso do valor necessário à obtenção dos CEPAC.



Nesse sentido, o Fundo buscava obter retorno sobre seu investimento a partir dos resultados obtidos nas operações das SPE, ou, em última análise, nas próprias intervenções coordenadas pelo Poder Público Municipal no âmbito da Operação Urbana Consorciada (OUC), mas não pela simples aquisição e alienação de CEPAC.

De outra forma, caso o Fundo fosse impedido de participar das SPE como pleiteado, os CEPAC seriam alienados diretamente (em mercado público), o que acabaria por descaracterizar seu próprio objeto e o objeto do Fundo (viabilização da OUC da Região do Porto do Rio de Janeiro).

Alternativamente à integralização das SPE, o Fundo pretendia alienar parte dos CEPAC a particulares que se obrigassem a vinculá-los a determinados projetos imobiliários, em troca de percentual do valor da venda das unidades imobiliárias.

Regra geral, a ICVM 401 prevê a possibilidade de negociação de CEPAC em mercados de balcão não organizado, conforme visto em seu artigo 5º, §1, acima transcrito. No entanto, no âmbito da ICVM 472, que regula os FII, verifica-se a existência de restrição quanto a serem negociados quaisquer valores mobiliários em mercado não organizado, ressalvadas elencadas acima.

Por outro lado, concordamos com o posicionamento da Administradora, quando alega que os CEPAC são valores mobiliários *sui generis*, que têm seu valor atribuído por dados e fatores exógenos aos do mercado de capitais, mas próprios do mercado imobiliário. Sua vinculação a imóveis de determinada OUC de fato constitui a essência desse ativo específico. Dessa forma, sua alienação em mercados autorizados não necessariamente resultaria na melhor negociação ou no preço justo que o Fundo poderia obter.

Os CEPAC são valores mobiliários que possuem uma dinâmica muito particular quando comparados com outros valores mobiliários, tendo em vista possuir efeitos somente para atender determinado objetivo estabelecido em lei específica municipal, qual seja, no âmbito de operações urbanas consorciadas e, a fim de promover a reestruturação urbana da Área de Especial Interesse Urbanístico.

Considerando essas características, o CEPAC em si, possui finalidades próprias vinculadas a determinado projeto urbano, contudo, vale observar que o fato de o CEPAC possuir um objeto específico, não significa, necessariamente, que ele não possa ser usado de outras maneiras pelas diversos *players* do mercado, por exemplo, o investidor que de fato tenha interesse direto no projeto, o que é o caso do Caixa FII Porto Maravilha, que foi criado e estruturado tendo por objetivo a participação nos resultados advindos da operação consorciada, por outro lado, existe ainda a possibilidade de atuação de investidor especulativo, que pode dar liquidez ao valor mobiliário até que o mesmo seja vinculado ao projeto de edificação dentro da área urbana abrangida pelo projeto urbanístico.

No caso em tela, a Caixa, na qualidade de administrador do Fundo, visava atender a política de investimentos do FII através da diversificação dos investimentos do fundo, seja operando indiretamente via integralização de cotas de SPEs, seja através da alienação dos CEPAC a particulares cujo objetivo é vincular tais Certificados aos projetos imobiliários da região atingida, auferindo remuneração através de participação percentual no resultado das vendas das unidades imobiliárias.

Em resumo, existia uma preocupação do Fundo em não distorcer as finalidades para o qual foi estruturado, qual seja, concorrer com realização do projeto urbano a que se refere à Lei Complementar Municipal nº 101/09 (Prefeitura do Município do Rio de Janeiro), o que



poderia ser prejudicado caso os CEPAC fossem usados por investidores com objetivos diversos.

Vale ressaltar ainda, que apesar do referido valor mobiliário ter apenas um fim específico, como mencionado acima, o projeto urbano o qual o mesmo estará vinculado possui um cronograma próprio de execução e realização de investimentos que não se confunde, necessariamente, com o interesse dos diversos tipos de investidores.

O Colegiado, no caso concreto e observando as considerações da área técnica, deliberou, por unanimidade, aprovar o pedido apresentado, na forma das operações pretendidas pela Caixa Econômica Federal, considerando ainda que o Fundo possuía um único cotista, investidor superqualificado, e que a operação pretendida não prejudicaria o interesse público, a adequada informação e a proteção dos investidores.

6.3.12. ART. 36, DA INSTRUÇÃO CVM Nº 472/08, C/C ART. 62 DA INSTRUÇÃO CVM Nº 409/04.

Considerando que a Instrução CVM 472 é de 31/10/2008, e portanto, posterior à edição do art. 119-A da Instrução CVM 409/04, ocorrida em 22/6/2007, e que o art. 36 da Instrução CVM 472/08 estabelece parâmetro para a taxa de performance em FII – cálculo em função do desempenho do fundo ou de indicador relevante para o mercado imobiliário –, esta Superintendência não considera cabível a aplicação do inciso I do § 1º do art. 62 da Instrução CVM 409/04 aos fundos de investimento imobiliário.

Entretanto, em relação à aplicação dos demais comandos contidos no art. 62 da Instrução CVM nº 409/04 aos FII, é a interpretação da área técnica:

1. inciso II do § 1º, dispositivo que visa evitar que o cálculo da taxa de performance seja realizado em função de um percentual do benchmark inferior a 100% - comando saudável para a regulação de produtos destinados ao varejo e não colide com o art. 36 da Instrução CVM 472/08;
2. inciso III do § 1º, que estabelece uma periodicidade semestral mínima para a cobrança da taxa - comando saudável para a regulação de produtos destinados ao varejo e não colide com o art. 36 da Instrução CVM 472/08;
3. inciso IV do § 1º, que dispõe que as despesas do fundo devem ser descontadas da base de cálculo da taxa de performance - parece ser a melhor prática em termos contábeis e econômicos e, por não confrontar o art. 36 da Instrução CVM nº 472/08, deve ser aplicável também aos FII de varejo;
4. § 2º, que estabelece a regra da "linha d'água", ou seja, a impossibilidade de o gestor ser remunerado sem que o desempenho realizado seja superior àquele quando do último pagamento de performance (e que, portanto, já tinha sido remunerado) - comando saudável para a regulação de produtos destinados ao varejo e não colide com o art. 36 da Instrução CVM 472/08;
5. § 3º, dispositivo que estabelece a possibilidade de cobrança individualizada de performance (do cotista e não do fundo) somente para os casos onde o investidor entrou no fundo a um valor da cota inferior ao critério da "linha d'água" – sem colidir com o art. 36 da Instrução CVM 472/08, tal possibilidade faz sentido em termos econômicos e protege os demais investidores do fundo de varejo de transferência indevida de riqueza entre os cotistas, uma vez que nesses casos a cobrança de performance é feita individualmente e diretamente do cotista; e
6. a área entende que, para efeito desta análise, o § 4º deve ser interpretado como regra que estabelece que os comandos acima devem ser aplicados, de forma compulsória, somente aos fundos não destinados exclusivamente a investidores qualificados, ou seja, que admitam o ingresso de investidores de varejo. Com esta interpretação, o dispositivo não é contrário aos ditames da



Instrução CVM 472/08, devendo ser aplicado subsidiariamente aos FII, por força do disposto no art. 119-A da Instrução CVM 409/04.

Resumidamente, a SIN entende que (1) os incisos II, III e IV do §1º e os §§§ 2º, 3º e 4º, todos do art. 62 da Instrução CVM 409/04, são aplicáveis também ao cálculo e cobrança de taxa de performance dos FII (também) destinados ao público investidor de varejo; e (2) o art. 62, § 1º, inciso I, da Instrução CVM 409/04 não é aplicável aos FII.

Já o Colegiado da CVM em relação à matéria, no âmbito da decisão Reg. nº 8145/12, de 20/3/2012, entendeu que a interpretação proposta pela área técnica é razoável, decidindo, todavia, que a melhor técnica legislativa recomenda que a matéria seja disciplinada em norma, de modo que seja uma regra claramente oponível a todo o mercado.

6.3.13. Art. 39, IV (ICVM 472) – ENVIO DOS INFORMES SEMESTRAIS DE FII.

O art. 39, IV, da ICVM 472, dispõe que o administrador de fundos imobiliários deve encaminhar, “até 60 dias após o encerramento do primeiro semestre”, documentos como a demonstração do fluxo de caixa 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, apesar de tais períodos se confundirem, no caso dos FIIs, dado que só poderem encerrar os seus exercícios sociais em 30 de Junho ou 31 de Dezembro de cada ano, nos termos do art. 44, §1º, da ICVM 472.

Assim, para fundos que iniciem seu exercício social em Janeiro, por exemplo, os informes semestrais serão devidos para o mês de competência de Junho, no qual deverão ser enviados, simultaneamente, à CVM e à entidade administradora do mercado organizado em que as cotas do FII sejam admitidas à negociação, até 29 de agosto do ano em referência (60 dias após o término do semestre), nos termos do parágrafo único, do art. 40, da ICVM 472.

Lembramos que tal publicação também deverá ocorrer na página do administrador na rede mundial de computadores, nos termos do art. 40, da ICVM 472.

6.3.14. ART. 41, §1º (ICVM 472) – DIVULGAÇÃO DE FATO RELEVANTE, COMUNICADOS OU AVISOS AO MERCADO POR FII.

Tendo em vista o aumento de Ofícios de Alerta encaminhados aos administradores de FII no que se refere à publicação de fatos relevantes, esclarecemos alguns pontos sobre a matéria.

Ressaltamos que, conforme previsto no §1º, do art. 41, a divulgação do fato relevante, além de imediata, deve ser ampla, a fim de garantir aos cotistas e demais investidores o acesso às informações que possam, direta ou indiretamente, influir em suas decisões de investimento, seja adquirindo ou alienando cotas.

Ou seja, o rol de informações disponibilizadas aos cotistas e ao mercado deve ser claro o suficiente para que tal objetivo seja alcançado, o que, em certos casos, passa pela divulgação de informações que possibilite aos investidores entenderem a magnitude do impacto do fato divulgado sobre os rendimentos do FII, como, por exemplo, no caso de vacância de imóveis.

É notório que um dos grandes atrativos dos FII é a distribuição de rendimentos periódicos nos termos da Lei 8.668 de 1993, que prevê a distribuição aos seus cotistas de, no mínimo, noventa e cinco por cento dos lucros auferidos, apurados segundo o regime de caixa. Nesse sentido, havendo uma estimativa do impacto sobre a distribuição dos lucros do fundo, essa informação deve ser divulgada.



Alertamos ainda para o equívoco que alguns administradores têm cometido ao escolher o melhor instrumento de divulgação de informações aos cotistas e ao mercado. Observamos que algumas instituições tem feito uso de Avisos ou Comunicados ao Mercado em detrimento da divulgação de Fato Relevante.

Esclarecemos que tais formas de comunicação diferem sensivelmente uma da outra quanto o grau de amplitude dos investidores afetados pela informação. Assim, a divulgação de informações que possam, direta ou indiretamente, influir nas decisões dos investidores de adquirir ou alienar cotas do fundo, sob a forma de qualquer outra comunicação que não seja um Fato Relevante, constitui uma infração grave, nos termos do art. 59, da ICVM 472.

Por último, entendemos que a divulgação do ato ou fato relevante, nos termos do art. 41, §1º, da ICVM 472, deve ser feita, sempre que possível, antes do início ou após o encerramento dos negócios nas bolsas de valores e entidades do mercado de balcão organizado em que as cotas do fundo sejam admitidas à negociação, tal como ocorre com as companhias listadas.

6.3.15. ART. 45, INCISO VII (ICVM 472) – AQUISIÇÃO DE CRI OFERTADOS VIA INSTRUÇÃO CVM Nº 476/2009 PELOS FIIS

Em consulta conjunta realizada pela ANBIMA e a BM&FBovespa (Processo CVM nº RJ-2012-11170), o Colegiado se manifestou à respeito da interpretação do art. 45, VII, da ICVM 472, quanto a possibilidade dos FIIs adquirirem Certificados de Recebíveis Imobiliários ofertados no âmbito da ICVM 476, tendo em vista a referência a permissão apenas aos ativos que tenham sua emissão ou negociação submetidos ao registro junto à CVM.

Esta área técnica manifestou-se, através do MEMO/CVM/SIN/GIE/Nº 111/2013, de que a melhor interpretação do disposto no art. 45, VII, da ICVM 472 é no sentido de se permitir aos FII aplicar também em CRI ofertados nos termos da ICVM 476.

No momento da edição da ICVM 472, somente havia a possibilidade de um ativo ser ofertado publicamente segundo o rito disposto na Instrução CVM nº 400/2003. Assim, em nossa opinião, a exigência de que a emissão ou negociação dos CRI tenha sido registrada previamente na CVM como condição para fazer parte da carteira de um FII, pretendeu, de fato, vedar aos FII a possibilidade de aquisição de CRI ofertado privadamente e não o CRI objeto de oferta pública com esforços restritos, possibilidade introduzida pela ICVM 476.

Ressaltamos, também, que os FII devem cumprir os limites por emissor de que trata o art. 86 da ICVM 409, nos termos do disposto no art. 45, §§ 5º e 6º, da ICVM 472, independentemente se os ativos na carteira do fundo foram ofertados via ICVM 400 ou ICVM 476. Por isso, um FII poderá investir no máximo 10% do seu patrimônio líquido em CRI de uma mesma emissão, assim entendido o "patrimônio em separado na forma da lei", nos termos do disposto no art. 86, inciso II e art. 86, §1º, inciso I, da ICVM 409.

Esta SIN considerou, ainda, que algumas características dos FII, como a forma de condomínio fechado, e o novo regime informacional aplicado aos CRI, introduzido pela Instrução CVM nº 520/12, minimizam os riscos decorrentes de potencial redução de liquidez e da menor disponibilidade de informações relativas a ativos distribuídos por meio de ofertas públicas com esforços restritos.

O Colegiado, considerando as características específicas dos FII, bem como os argumentos expostos, acompanhou o nosso entendimento, no sentido de que a limitação imposta à aquisição de CRI, nos termos do disposto art. 45, VII, da ICVM 472, refere-se apenas aos



ativos ofertados privadamente e não àqueles distribuídos por meio do rito estabelecido na ICVM 476.

6.3.16. TERMO DE ADESÃO (OFÍCIO-CIRCULAR SIN Nº 05/2013)

Nos termos da decisão do Colegiado no Processo CVM nº RJ-2008-7977, de 03/03/2009, foi reiterado que o Termo de Adesão tem fim específico, qual seja, o de registrar a entrega de determinadas informações aos cotistas. 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.

Nesse mesmo sentido, tal Termo não se presta a pré-aprovar matérias que estão sujeitas a deliberação em assembleia de cotistas, conforme o art. 18, da ICVM 472 e, em especial, às matérias a que se refere o parágrafo único do art. 20, no tocante ao art. 34 da Instrução, que trata do conflito de interesses entre o fundo e o administrador.

6.3.17. REPARTIÇÃO DE RESPONSABILIDADES ENTRE O ADMINISTRADOR E O INTERMEDIÁRIO (OFÍCIO-CIRCULAR SIN Nº 05/2013)

Entende esta SIN que, na hipótese de o investidor ingressar no veículo de investimento coletivo através da aquisição de cotas no mercado secundário, os documentos exigidos devem ser recolhidos pelo intermediário.

O administrador é sempre responsável por manter o termo de adesão à disposição da CVM, motivo pelo qual deve tomar os devidos cuidados neste sentido ao constituir a sua relação com os distribuidores e envidar esforços para recolhê-los junto aos intermediários.

Ademais, a área técnica destaca que, por força do disposto no art. 65, XV, da Instrução CVM nº 409/04, o administrador já é obrigado a fiscalizar os serviços prestados pelos intermediários que distribuem cotas dos fundos administrados.

Adicionalmente, entende esta SIN que o modelo de divisão de responsabilidades descrito no parágrafo acima também se aplica, com as devidas adaptações, a outras dimensões dessa relação, por exemplo, a entrega de documentos e informações previstos na regulamentação, notadamente o Regulamento e o Prospecto, assim como a elaboração e manutenção do cadastro de clientes.

Este entendimento não exime o administrador de acessar todas as informações e documentos necessários junto ao intermediário para cumprir as responsabilidades a ele delegadas pela legislação como, por exemplo, aquelas relativas à prevenção e combate à lavagem de dinheiro, assim como o encaminhamento de informações e comunicação com o cotista.

Finalmente, vale notar que em decisão tomada na reunião de 29/1/2013, o Colegiado da CVM deliberou, de forma unânime, pela inaplicabilidade das obrigações impostas aos intermediários no art. 2º, parágrafo único, do Anexo I da Instrução CVM nº 301/99, quando da aquisição de cotas de fundos de investimento em mercado secundário.

Nessa decisão, ficou reconhecido que esse tipo de atualização cadastral (i) acaba sendo equivalente ao recolhimento de novo termo de adesão para cada novo investidor; (ii) não faz parte da dinâmica adotada para produtos negociados em mercados organizados; e (iii) que em tais mercados muitas vezes estão presentes ativos de grau de risco significativamente superior aos fundos de investimento no qual não se aplica tal requisito.



6.4. FUNDOS DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES – FIP

6.4.1. ART. 16, §2º (ICVM 391) – CONVOCAÇÃO DE ASSEMBLEIA POR COTISTAS QUE DETENHAM 5% DAS COTAS EMITIDAS.

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”*.

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 o disposto no 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.

6.4.2. ART. 15, §2º (ICVM 391) – REGRAS DE DELIBERAÇÃO EM ASSEMBLEIA DE COTISTAS

Temos realizado um número expressivo de exigência em relação ao dispositivo em tela, quanto às regras de deliberação no âmbito dos FIPs, nesse sentido, prestados os esclarecimentos abaixo sobre a interpretação do art. 15, §2º, da ICVM 391.

Nos termos do art. 15, §2º, da ICVM 391, são estabelecidas duas regras de deliberação em assembleia de cotistas: a primeira, uma regra geral, na qual as deliberações são tomadas por maioria de votos dos cotistas presentes; a segunda, uma exceção à regra geral, prevê a aprovação dos cotistas por maioria qualificada previamente estabelecida no regulamento do fundo, limitada às matérias estabelecidas no art. 15, incisos II, III, IV, VI, VII, VIII e IX, e no inciso V do mesmo artigo, caso não haja previsão de novas cotas.

Nesse sentido, excluindo as ressalvas do art. 15, §2º, todas as demais matérias objeto de deliberação em assembleia de cotistas seguirão a regra geral (primeiro caso).

Em resumo, no entendimento desta área técnica, fica afastada qualquer possibilidade de o administrador escolher discricionariamente quais matérias estarão sujeitas a quorum qualificado, restringindo apenas às ressalvas no art. 15, §2º, da ICVM 391.

6.4.3. ART. 32, II E III, DA INSTRUÇÃO CVM Nº 391/03

O art. 32, inciso II, alíneas “b”, “c”, “d”, e inciso III, da Instrução, enumeram as informações que devem ser encaminhadas pelos Fundos de Investimento em Participações ao fim de cada semestre de seus exercícios sociais.

No entendimento desta área técnica, o prazo previsto no inciso II, alíneas “b”, “c” e “d” (60 dias) se refere somente ao 1º semestre de cada exercício, enquanto o prazo do inciso III (120 dias), ao encerramento de cada exercício social, ou seja, o 2º semestre.

Assim, os documentos referentes ao 1º semestre de cada exercício devem ser entregues no prazo de 60 dias após o encerramento do período. Já aqueles relacionados ao 2º semestre de



cada exercício social terão sempre prazo de 120 dias, independentemente de estarem previstos no inciso II ou III. Ademais, essas demonstrações financeiras anuais (2º semestre) devem ser encaminhadas obrigatoriamente em conjunto com seus respectivos Relatórios de Auditoria, razão pela qual seu prazo é superior ao do 1º semestre.

Por fim, cabe destacar que, ao contrário dos demais documentos previstos na Instrução, o referido no art. 32, II, “a” (Composição da Carteira), deve ser elaborado com datas-bases nos semestres civis de cada ano, conforme o parágrafo único, do art. 32, da ICVM 391, introduzido pela Instrução CVM nº 535/2013, e anteriormente esclarecido nos termos do Ofício-Circular/CVM/SIN/Nº 10/2013, em seu item 6.8.

6.5. FUNDOS MÚTUOS DE INVESTIMENTO EM EMPRESAS EMERGENTES - FMIEE

6.5.1. ART. 1º (ICVM 209)

O § 1º do art. 1º da Instrução CVM nº 209/94 define como empresa emergente – apto ao investimento de fundo de investimento em empresas emergentes (FMIEE) – a companhia que apresente faturamento líquido anual, ou faturamento líquido anual consolidado, inferiores a R\$ 150 milhões, apurados no balanço de encerramento do exercício anterior à aquisição dos valores mobiliários de sua emissão.

Já o § 3º do mesmo artigo dispõe que é vedado aos FMIEE investir em sociedade cujo controle acionário seja detido por grupo de sociedades, de fato ou de direito, cujo patrimônio líquido consolidado seja superior a R\$ 300 milhões.

No entendimento desta Superintendência, a interpretação mais adequada do art. 1º, §§ 1º e 3º, da Instrução CVM 209/94, é no sentido de que o investimento só deve ser concretizado pelo FMIEE na hipótese de as diligências efetuadas pelo gestor indicarem que ao final do exercício corrente os parâmetros quantitativos previstos nos dispositivos restarão observados.

Tal entendimento decorre de uma interpretação sistemática da regulamentação que vige sobre a matéria, dado que contempla não só a literalidade presente nos referidos dispositivos, como também os deveres de diligência que devem ser adotados na gestão da carteira de ativos de um FMIEE.

6.6. FUNDOS DE FINANCIAMENTO DA INDÚSTRIA CINEMATOGRAFICA - FUNCINE

6.6.1. ART. 9º DA INSTRUÇÃO CVM Nº 398/03

O Colegiado, em reunião de 31/1/2012, no âmbito do processo CVM RJ-2010-10966 (FUNCINE Lacan Downtown Filmes), entendeu como a melhor interpretação para o dispositivo a de que os “recursos direcionados para os projetos previsto no inciso I do art. 2º” englobam tanto aqueles efetivamente desembolsados, quanto àqueles que já estão contratualmente comprometidos com projetos cinematográficos, embora ainda aplicados em títulos públicos, desde que (i) tais investimentos já tenham sido aprovados pelo comitê de investimentos; e (ii) já tenha sido celebrado compromisso de investimento, ou instrumento contratual equivalente, entre o fundo e o produtor do projeto que se beneficiará dos recursos.

A decisão do Colegiado, bem como a manifestação da área técnica reconheceu que, para harmonizar as características de longo prazo da indústria cinematográfica e a necessidade de aporte de recursos a cada exercício social por parte dos investidores, a melhor interpretação do art. 9º da Instrução CVM 398/03 é aquela que considera que os “recursos direcionados para os projetos previsto no inciso I do art. 2º” englobam tanto aqueles recursos efetivamente desembolsados, quanto aqueles que já estão contratualmente comprometidos com projetos cinematográficos, mas ainda continuam aplicados em Títulos Públicos, desde que: (i) tais investimentos já tenham sido



aprovados pelo comitê de investimentos; e (ii) já tenha sido celebrado compromisso de investimento, ou instrumento contratual equivalente, entre fundo e produtor do projeto que se beneficiará dos recursos.

6.6.2. ART. 78 (INSTRUÇÃO CVM Nº 398/03) – PRAZO PARA ENQUADRAMENTO DA CARTEIRA DE FUNCINE CAPTADOS A CADA EMISSÃO DE COTAS - PROCESSO CVM Nº RJ-2012-14820.

Em consulta respondida à BNY Mellon Serviços Financeiros DTVM, na qualidade de administrador do Investimage 1 - Fundo de Financiamento da Indústria Cinematográfica – FUNCINE, o Colegiado manifestou-se a respeito da interpretação do art. 78, da ICVM 398, quando de ofertas de distribuição do FUNCINE posteriores a primeira distribuição, tendo em vista tal dispositivo normativa mencionar regras para o enquadramento de carteira unicamente para a primeira oferta de distribuição de cotas. A SIN se manifestou através do MEMO/SIN/GIE/Nº 40/2013.

O art. 78 estabelece que o fundo terá um prazo de 360 (trezentos e sessenta dias), contados da data do encerramento da primeira distribuição de cotas, para enquadrar sua carteira nas normas de composição constantes de seu regulamento e da legislação, conforme especificado no art. 9º, da ICVM 398.

A administradora, com fundamento no art. 78 da Instrução CVM 398/03 ("Instrução"), requereu prazo adicional de 360 dias para o completo enquadramento da carteira do Fundo aos parâmetros estabelecidos no caput do art. 9º da referida Instrução, tendo em vista seu entendimento de que o art. 78 também deveria se aplicar às demais distribuições do Fundo e não somente quando do encerramento da primeira distribuição, conforme explicitado no referido art. 78.

Esta área técnica observou que a concessão do prazo para o enquadramento da carteira e destinação dos recursos do fundo tem o objetivo de permitir ao gestor aplicar tais recursos de forma criteriosa e coerente, respeitando as características da indústria, não havendo, portanto, razão para que não fosse dado prazo equivalente para cada nova emissão de cotas realizada pelo fundo. Dessa forma, expomos que a melhor interpretação da expressão "*contado da data do encerramento da primeira distribuição de cotas*" seja feita de forma mais ampla, assegurando que tão somente os recursos específicos arrecadados em cada nova distribuição de cotas tenham 360 dias após a data de encerramento da respectiva distribuição para que sejam destinados e enquadrados nos parâmetros definidos no art. 9º da Instrução.

O Colegiado, acompanhando o nosso entendimento, deliberou que também se aplica o prazo de 360 dias, referido no art. 78 da Instrução, para as demais distribuições. Consequentemente, o prazo de 360 dias se aplica também após o encerramento das distribuições de cotas posteriores a primeira distribuição, observado que tal prazo limita-se tão somente aos recursos captados na distribuição em referência.

7. INSTRUÇÃO CVM Nº 476/09

7.1 ART. 9º DA INSTRUÇÃO CVM Nº 476/09, C/C ART. 3º, § 1º, DA INSTRUÇÃO CVM Nº 400/03

Conforme previsto no inciso IV do art. 1º da Instrução, fundos de investimento constituídos sob a forma de condomínio fechado podem realizar ofertas públicas de distribuição de cotas com esforços restritos sob o amparo daquela Instrução, desde que respeitem a restrição temporal de 4 meses disposta em seu artigo 9º.

A Superintendência de Relações com Investidores Institucionais – SIN, com base no disposto no art. 3º, § 1º, da Instrução CVM nº 400/03, entende que o art. 9º em tela é inaplicável às operações



nas quais a nova distribuição de cotas é destinada exclusivamente aos cotistas do fundo, com o cancelamento do saldo de cotas porventura não colocado (sem possibilidade do ingresso de terceiros não cotistas), desde que tais cotas não sejam admitidas à negociação em mercado secundário.

Entendimento similar teve o Colegiado da CVM em 27/3/2012, no âmbito do Processo RJ-2011-14594, em que, levando em conta que as cotas do Fundo não serão admitidas à negociação, assim como o pequeno número de cotistas, bem como acompanhando a manifestação da área técnica, deliberou que o art. 9º da Instrução CVM 476/09 é inaplicável ao caso concreto.

8. INSTRUÇÃO CVM Nº 514/11

Como sabido, a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) editou em 28/12/2011 a Instrução CVM nº 514/11, que dispõe sobre alteração do Plano Contábil dos Fundos de Investimento – COFI anexo à Instrução CVM nº 438, de 12 de julho de 2006.

A Instrução, resultado da Audiência Pública SNC Fundos nº 02/11, inclui no COFI a exigência de divulgação, em notas explicativas, de transações realizadas pelo fundo com a instituição administradora, gestora ou com partes a elas relacionadas. O propósito é aumentar a transparência e a qualidade das informações prestadas, de modo que os usuários das demonstrações financeiras, em especial, os investidores, possam avaliar a extensão dos efeitos dessas transações na posição patrimonial, financeira e de resultados dos fundos de investimento.

O conceito de parte relacionada utilizado na Instrução possui significado adaptado do utilizado no Pronunciamento Técnico CPC 05 (R1), aprovado pela Deliberação CVM nº 642, de 7 de outubro de 2010.

Vale ressaltar que a adaptação se refere à aplicação do conceito de parte relacionada à instituição administradora ou gestora e não à entidade que reporta a informação (Fundo de Investimento).

9. INSTRUÇÃO CVM Nº 359/02 – FUNDOS DE ÍNDICE INTERNACIONAIS

Na decisão do Processo CVM nº RJ-2012-11653, o Colegiado deliberou comunicar ao mercado que julga oportuno e conveniente avaliar, caso a caso, a possibilidade de conceder dispensa de requisitos da Instrução CVM 359/02, para fins de constituição, registro, emissão, distribuição e negociação de cotas de fundos de índice de mercado no Brasil, conhecidos no exterior como exchange-traded funds – ETF, baseados em índices de outras jurisdições.

Para viabilizar a constituição de fundos com tais características, o Colegiado entendeu que seriam necessárias ao menos prever nas dispensas (i) a possibilidade de que o fundo de índice possua como ativo elegível à aquisição também cotas de outros fundos de índice negociados em outras jurisdições; (ii) permitir a integralização e resgate em moeda corrente nacional, sem qualquer limite; e (iii) a previsão para a cobrança de taxas de ingresso e de saída que repassem ao cotista solicitante da aplicação/resgate os custos decorrentes da criação ou destruição, respectivamente, da cesta.

Como condições para avaliar pleitos dessa natureza, o Colegiado determinou que (1) os fundos de índice internacionais investidos sejam compatíveis com as exigências regulatórias brasileiras, de forma a impedir a constituição de fundos de índice que invistam, por exemplo, nos fundos de índice internacionais conhecidos como alavancados, inversos ou de modelo de replicação sintética; e (2) os fundos de índice no Brasil sejam destinados exclusivamente a investidores pessoas físicas ou jurídicas com investimentos financeiros superiores a R\$ 1 milhão de reais no mercado.

10. INSTRUÇÕES CVM Nº 505 E 506/2011 – APLICABILIDADE AOS FUNDOS DE INVESTIMENTO



Em resposta a consulta efetuada pela Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais – ANBIMA, o Colegiado da CVM, no âmbito do Processo CVM nº RJ-2013-1139, deliberou em 24/1/2013 se manifestar a respeito da melhor interpretação de certos dispositivos das Instruções aos fundos de investimento.

Nesse sentido, ficou firmado o entendimento pela inaplicabilidade de certos dispositivos dessas Instruções aos fundos de investimento, com exceção dos fundos fechados cujas cotas são negociadas em mercado regulamentado e os fundos de índice (“ETFs”). São os artigos 12 e 13, que tratam do registro de transmissão de ordens; os artigos 19, 20 e 21, que lidam com os processos de execução de ordens, e o artigo 25, que disciplina as pessoas vinculadas.

Como fundamento a esse entendimento, vale notar (i) as características de formação de preço das cotas do fundo, que contam com a marcação a mercado da carteira, o que torna pouco relevantes os dispositivos citados para os fundos, (ii) a pouca relevância na priorização de execução das ordens, uma vez que o preço é o mesmo para todos os investidores de fundos, (iii) e as evidências empíricas, baseadas no número de reclamações recebidos pela CVM, de que o processo de distribuição atual já funciona a contento.

Ainda ficou definida naquela decisão a inaplicabilidade, também, do disposto no artigo 2º, Parágrafo único, do Anexo I à Instrução CVM nº 301/99, que exige a assinatura pelo investidor de termo de adesão ao investimento e ciência dos riscos, aos fundos de investimento cujas cotas sejam negociadas em mercado secundário, como é o caso dos ETFs, por exemplo.

Ainda foi ressaltado na mencionada decisão que o artigo 35, I, da Instrução CVM nº 505/2011, ao vedar a utilização de “contas correntes com mais de 2 (dois) titulares”, limita sua incidência às contas correntes mantidas pelos intermediários em nome de seus clientes, e assim, é disposição que não deve ser estendida às contas bancárias em gênero.

Por fim, cumpre também frisar o entendimento, manifestado naquela decisão, de que a vedação à execução de ordens de clientes com cadastro desatualizado, conforme prevista no artigo 35, II, da Instrução CVM nº 505/2011, no caso dos fundos de investimento deve se limitar aos casos que representem novos aportes de recursos dos cotistas, mas não aos casos de resgates, mesmo que parciais, solicitados por esses investidores.

11. COGESTÃO EM CLUBES DE INVESTIMENTO - INSTRUÇÃO CVM Nº 494/2011

Na reunião realizada em 27/8/2013, o Colegiado da CVM, ao apreciar consulta interposta pela BNY Mellon Serviços Financeiros DTVM, na qualidade de instituição administradora do Clube de Investimento dos Empregados da Vale (“InvestVale”), deliberou no seguinte sentido:

(i) a CVM tem competência para rever o entendimento da Bolsa (entidade administradora de mercado organizado) no que diz respeito à admissibilidade de cogestão em clubes de investimento, pois não foram delegados poderes amplos e irrestritos à Bolsa e a resolução da questão envolve interpretação da Instrução CVM 494;

(ii) não se admite a cogestão para os clubes em geral, mas tal possibilidade pode ser excepcionalmente autorizada pela CVM quando se tratar de clube atípico em que tal estrutura se justifique, como é o caso do Investvale;

(iii) diante das singularidades do caso concreto, compete à Assembleia deliberar se mantém ou não a atual estrutura de cogestão;

(iv) caso a Assembleia delibere não manter a atual estrutura de cogestão, caberá também a Assembleia escolher o prestador de serviços que passará a ser seu único gestor, podendo tanto destituir um dos atuais gestores, ou mesmo substituir ambos por um novo prestador de serviços;



(v) caso a Assembleia delibere manter a atual estrutura de cogestão, a Assembleia deverá aprovar também as políticas descritas no voto do Presidente;

- a) Tais políticas, a serem aprovadas pela Assembleia Geral e implementadas pelo Administrador, devem definir de forma bem clara os procedimentos a serem observados: (i) no atendimento a pedidos de resgate que possam vir a ser formulados por seus cotistas, em especial no que se refere à eventual necessidade de venda de ativos; (ii) no reenquadramento do Clube em caso de descumprimento dos limites de concentração e diversificação de carteira e concentração de risco definido no estatuto e regulamentação vigente; e (iii) relativos a qualquer outra matéria que a Mellon entenda necessária para assegurar o funcionamento adequado do Investvale.

(vi) embora o quorum qualificado para aprovação de deliberações que tenham por objeto alterações estatutárias previsto no art. 34 do estatuto do Investvale não esteja formalmente em conflito com o Regulamento de Clubes, tal dispositivo, na prática, inviabiliza a realização de assembleias do Clube; e

(vii) compete à Bolsa avaliar essa questão e alterar a sua regra que trata de quoruns de deliberação, a fim de assegurar a representatividade e viabilidade das deliberações assembleares dos clubes.

12. COMPATIBILIDADE DA INSTRUÇÃO CVM Nº 459/2007 COM A DELIBERAÇÃO CVM Nº 244/98

Como sabido, a Instrução CVM nº 459/2007 regula os fundos de investimento vinculados exclusivamente a planos de previdência complementar ou a seguros de vida com cláusula de cobertura por sobrevivência, estruturados na modalidade de contribuição variável, a que se referem os arts. 76 e seguintes da Lei nº 11.196, de 21 de novembro de 2005.

O artigo 6º dessa norma exige que o administrador do fundo seja autorizado “pela Comissão de Valores Mobiliários – CVM para o exercício da administração de carteira de valores mobiliários”.

De outro lado, porém, dispõe a Deliberação CVM nº 244/98 que as sociedades seguradoras e entidades abertas de previdência privada (“EAPP”) ficam dispensadas do registro de que trata o art. 23 da Lei nº 6.385/76 quando “administrarem carteiras de fundo exclusivo de investimento financeiro” e “a própria seguradora ou entidade aberta de previdência privada seja o único quotista do fundo cuja carteira administre”.

Na interpretação desta área técnica, entendemos não haver antinomia entre as exigências da Instrução CVM nº 459/2007 e a dispensa prevista na Deliberação CVM nº 244/98, especialmente quando considerado o contexto da regulação dos fundos de investimento.

Isso porque prevê o artigo 56 da Instrução CVM nº 409/04 que a “administração do fundo compreende o conjunto de serviços relacionados direta ou indiretamente ao funcionamento e à manutenção do fundo”, conquanto o § 2º do mesmo artigo dispõe que a “gestão da carteira do fundo é a gestão profissional, conforme estabelecido no seu regulamento, dos ativos financeiros dela integrantes”.

Nesse contexto, relembramos o teor do disposto na Deliberação CVM nº 244/98, que prevê, como um dos fundamentos para suas dispensas, o fato das seguradoras ou EAPPs “administrarem carteiras de fundo exclusivo de investimento”, em clara alusão específica, assim, à atividade que depois seria qualificada pela Instrução CVM nº 409/04 como de gestão de fundos de investimento.



Assim, no caso de constituição de fundos de investimento com fundamento na Instrução CVM nº 459/2007, deverá a seguradora ou EAPP, na constituição do fundo, designar instituição administradora credenciada na CVM para o exercício da atividade de administração de carteiras, sem prejuízo da possibilidade de exercer a gestão do fundo, nos termos do artigo 56, § 2º, da Instrução CVM nº 409/04, hipótese na qual não necessitará credenciamento na CVM exigido pela Instrução CVM nº 306/99, nos exatos termos da dispensa prevista na Deliberação CVM nº 244/98.

Na oportunidade, relembramos que, às entidades seguradoras e EAPPs que pretendam exercer a atividade de gestão de fundos de investimento, deverá ser realizado cadastramento prévio na CVM, mediante o encaminhamento de solicitação com esse escopo à Gerência de Registros e Autorizações – GIR, acompanhado dos seguintes documentos:

- 1) formulário com dados cadastrais completos do requisitante,
- 2) prova da qualificação da entidade (como seguradora ou EAPP, conforme o caso),
- 3) indicação de responsável com nome completo, CPF e e-mail de contato, e
- 4) declaração da entidade de que atuará nos estritos termos da Deliberação CVM nº 244/98.

13. LEI Nº 6.385/76

13.1. ARTIGO 9º, I

O artigo 9º, inciso I, da Lei no 6.385, de 7/12/1976 determina que a CVM pode “*examinar e extrair cópias de registros contábeis, livros ou documentos, inclusive programas eletrônicos e arquivos magnéticos, ópticos ou de qualquer natureza, bem como papéis de trabalho de auditores independentes, devendo tais documentos ser mantidos em perfeita ordem e estado de conservação pelo prazo de no mínimo cinco anos...*”

Esta Superintendência entende que as correspondências eletrônicas que se relacionem com atividade empresarial desenvolvida no mercado de valores mobiliário ou que, de alguma forma, estejam relacionadas com fatos que possam figurar como objeto de apuração pela CVM se enquadram como documentos sujeitos à guarda pelo prazo previsto no inciso I do art. 9º da Lei 6.385/76.

14. 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 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.

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