



# A Instrução 450 da CVM: Novas Regras para os Fundos de Investimento

---

1º de abril – 7 de abril, 2007

---

## Autor

- Bruno Dalarossa Amatzuzi

Associado da Área Empresarial de Pinheiro Neto Advogados, integrante do grupo coordenado por Claudio Taveira e Luciano Garcia Rossi

---

A Comissão de Valores Mobiliários (“CVM”), de forma bastante sadia, iniciou em abril de 2006 um amplo debate com o mercado acerca da necessidade e conveniência de se alterar algumas regras relativas aos fundos de investimentos regulados pela Instrução CVM nº 409, de 18 de agosto de 2004 (“Instrução CVM 409/04”). Este debate foi especialmente importante neste caso, já que a Instrução CVM 409/04 trata, entre outros, dos Fundos de Renda Fixa e dos Fundos de Ações, que são os mais tradicionais e conhecidos pelo mercado brasileiro.

Através do processo de consulta pública, a CVM buscava discutir com o mercado a criação de mecanismos mais eficientes de proteção ao pequeno investidor, muito acostumado a aplicar nesses fundos de investimento, porém nem sempre com pleno conhecimento dos riscos a que estaria exposto. Além disso, a CVM buscava, de um lado, conferir maior liberdade aos administradores e gestores desses fundos na gestão das carteiras e, de outro lado, definir de forma mais clara suas responsabilidades.

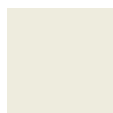
Como resultado de tal processo de consulta pública e interação com o mercado, a CVM editou, em 30 de março de 2007, a Instrução CVM nº 450 (“Instrução CVM 450/07”), que introduz mudanças à Instrução CVM 409/04. Analisamos a seguir, de forma breve, algumas das principais alterações decorrentes da Instrução CVM 450/07.

## LIMITES À CONCENTRAÇÃO DE “CRÉDITO PRIVADO” NAS CARTEIRAS DOS FUNDOS DE INVESTIMENTO

A CVM recentemente adotou a linha de alterar determinados normativos de forma a adequar o que considerava uma excessiva exposição ao risco de crédito privado pelos investidores. Inicialmente, novas regras foram implementadas com relação aos Fundos de Investimento

---

Compilado para uso exclusivo dos integrantes do escritório. Cópias dos atos noticiados neste boletim podem ser solicitadas à Biblioteca. Orientação legal será dada exclusivamente pelos advogados — © 2007. Direitos autorais reservados a Pinheiro Neto Advogados.



# A Instrução 450 da CVM: Novas Regras para os Fundos de Investimento

---

1º de abril – 7 de abril, 2007

---

em Direitos Creditórios (“FIDCs”), Fundos de Investimento em Direitos Creditórios Não-Padronizados (“FIDCs-NPs”) e Certificados de Recebíveis Imobiliários (“CRIs”).

Em todos esses casos, a CVM impôs limites à concentração de crédito de emissores que não sejam rigorosamente supervisionados ou que não divulguem ao público suas informações financeiras. Agora, com a edição da Instrução CVM 450/07, os fundos de investimento regulados pela Instrução CVM 409/04 passam também a contar com regras relacionadas à concentração do chamado “crédito privado” em suas carteiras.

A Instrução CVM 450/07 busca limitar a concentração com relação ao crédito privado de duas formas, que devem ser consideradas de forma cumulativa: (i) quanto ao tipo de emissor do ativo; e (ii) quanto ao tipo de ativo. Com isso, a norma visa mitigar a exposição do investidor tanto a riscos específicos, decorrentes de determinado emissor, quanto a riscos de mercado, relacionados a um setor específico ou a certa qualidade de ativo.

## Limites quanto ao tipo de emissor

Quanto ao tipo de emissor, os fundos de investimento deverão observar os seguintes limites:

- (i) até 100% do patrimônio líquido do fundo pode estar investido em ativos de emissão da União Federal;
- (ii) no máximo 20% do patrimônio líquido do fundo pode ser aplicado em ativos de emissão de instituições financeiras;
- (iii) no máximo 10% do patrimônio líquido do fundo pode ser aplicado em ativos de emissão de companhias abertas ou fundos de investimento; e
- (iv) no máximo 5% do patrimônio líquido do fundo pode ser aplicado em ativos de emissores privados, assim entendidos pessoas físicas ou jurídicas de direito privado que não sejam nem companhia aberta, nem instituição financeira.

Além disso, a Instrução CVM 450/07 também limita a exposição ao risco de crédito de partes relacionadas, impondo o percentual máximo de 20% do patrimônio líquido do fundo para a aplicação em ativos de emissão de seu administrador, gestor ou empresas a eles ligadas.

A lógica dos limites acima apresentados é a mesma seguida pela CVM quanto aos FIDCs, FIDCs-NPs e CRIs, ou seja, os limites de concentração acompanham o nível de regulação/supervisão do emissor dos ativos, bem como o fato de tal emissor divulgar ou não publicamente suas informações (inclusive demonstrações financeiras). Assim, quanto maior a regulação/supervisão e a publicidade das informações, maior o limite.



# A Instrução 450 da CVM: Novas Regras para os Fundos de Investimento

---

1º de abril – 7 de abril, 2007

---

## Limites quanto ao tipo de ativo

Quanto ao tipo de ativo, os fundos também devem observar os limites abaixo:

(i) no máximo 20% do patrimônio líquido do fundo pode ser investido nos seguintes ativos (conjuntamente considerados):

- cotas de fundos de investimentos (os chamados “FIs”) e fundos de investimento em fundos de investimento (os chamados “FICs-FIs”), em ambos os casos registrados na CVM com base na Instrução CVM 409/04;
- cotas de Fundos de Investimento Imobiliários (FIIs);
- cotas de FIDCs e FIC-FIDCs;
- cotas de fundos de índice admitidos à negociação em bolsa de valores ou no mercado de balcão organizado;
- CRIs; e
- outros ativos financeiros expressamente previstos na Instrução CVM 409/04.

(ii) até 100% do patrimônio líquido do fundo para os seguintes ativos:

- títulos públicos federais e operações compromissadas lastreadas nestes títulos;
- ouro (desde que adquirido no âmbito das bolsas de mercadorias e futuros);
- títulos de emissão ou coobrigação de instituição financeira; e
- valores mobiliários diversos daqueles listados no item (i) acima, desde que registrados na CVM e objeto de oferta pública de acordo com a Instrução CVM nº 400/03.

Também na linha das regras recentemente implementadas com relação aos FIDCs, FIDCs-NPs e CRIs, a CVM eximiu os Fundos Exclusivos e os Fundos para Investidores Qualificados dos limites à concentração de crédito privado acima descritos, desde que, no caso dos Fundos para Investidores Qualificados, o regulamento exija investimento mínimo, por investidor, de R\$1.000.000,00 (um milhão de reais). Em outras palavras, para estarem isentos de tais limites, os Fundos para Investidores Qualificados devem, na verdade, apenas aceitar aplicações de investidores “super qualificados”, como já conhecidos pelo mercado.

## Os Fundos de “Crédito Privado”

Sem prejuízo dos limites de concentração de crédito privado (por emissor e tipo de ativo), a CVM também criou regras específicas para os fundos de investimento (exceto o Fundo de Ações e o Fundo de Dívida Externa) que tenham parcela preponderante de sua carteira (i.e., mais do que 50% de seu patrimônio líquido) sujeita a “risco de crédito privado”, ou seja, alocada em ativos de emissores (1) privados, pessoas físicas ou jurídicas, e/ou (2) públicos



# A Instrução 450 da CVM: Novas Regras para os Fundos de Investimento

---

1º de abril – 7 de abril, 2007

---

(exceto a União).

Segundo as novas regras, estes fundos deverão claramente informar ao investidor que suas aplicações estão sujeitas, de forma preponderante, ao “risco de crédito privado”. Para tanto, deverão (1) incluir em sua denominação a expressão “Crédito Privado”, (2) incluir alerta de que estão expostos ao risco privado em seu regulamento, prospecto e material publicitário, descrevendo as consequências de tal risco, e (3) colher a assinatura de cada investidor em um termo de ciência de risco, no momento de seu ingresso no fundo.

## Próximos passos com relação ao “Crédito Privado”

Talvez um próximo passo no desenvolvimento do mercado de fundos de investimento seja no sentido de não restringir apenas aos investidores “super qualificados” a possibilidade de investir em fundos com estratégias mais agressivas de exposição ao risco privado. Nesse sentido, um outro caminho seria o de buscar conferir ao investidor (não necessariamente qualificado ou “super qualificado”) o maior nível possível de informação acerca dos riscos a que estaria exposto, na linha das regras já existentes para os fundos caracterizados como “Créditos Privados”.

Com isso, a regulação passaria a ser definida pelo nível de *disclosure* dos riscos daquele investimento, ao invés de se balizar exclusivamente na capacidade financeira do investidor. Isso, sem dúvida, permitiria que investidores não qualificados, mas bem informados dos riscos, pudessem também investir em fundos mais agressivos, em busca de taxas de retorno potencialmente mais atraentes.

## **REALIZAÇÃO DE APLICAÇÕES NO EXTERIOR PELOS FUNDOS DE INVESTIMENTO**

Atendendo a antigas reivindicações do mercado e acreditando na crescente globalização dos investimentos, a CVM autorizou os fundos de investimento, através da Instrução CVM 450/07, a investirem determinado percentual de suas carteiras em ativos negociados no exterior.

Para tanto, a CVM estipulou os seguintes limites, a serem aplicados conforme a classificação adotada pelo fundo:

- (i) fundos classificados como “Dívida Externa” podem investir até 100% de seu patrimônio líquido em ativos negociados no exterior;
- (ii) fundos classificados como “Multimercado” podem investir até 20% de seu patrimônio líquido em ativos negociados no exterior; e
- (iii) fundos com outras classificações (por exemplo, Renda Fixa ou Ações) podem investir até 10% de seu patrimônio líquido em ativos negociados no exterior.



# A Instrução 450 da CVM: Novas Regras para os Fundos de Investimento

---

1º de abril – 7 de abril, 2007

---

Porém, em qualquer caso de investimento no exterior os seguintes critérios devem ser observados:

- (i) o regulamento do fundo deve expressamente prever a possibilidade de investimento em ativos negociados no exterior; e
- (ii) os ativos nos quais o fundo pretende investir devem (1) ser admitidos à negociação em bolsas de valores ou bolsas de mercadorias e futuros ou (2) estar registrados em sistema de registro, custódia e liquidação financeira, sendo que tais entidades (bolsas ou sistema de registro) devem estar devidamente autorizadas a funcionar em seu país de origem. Para os investimentos em países que não sejam integrantes do Mercosul (i.e., em países não signatários do Tratado de Assunção), é necessário que (1) haja acordo de cooperação mútua com a CVM para o intercâmbio de informações ou (2) a entidade supervisora do mercado local seja signatária do memorando unilateral de entendimentos da Organização Internacional das Comissões de Valores - OICV/IOSCO.

## Intercâmbio de Informações

A razão das restrições descritas no item (ii) acima quanto aos investimentos a serem feitos pelos fundos no exterior é simples. A CVM, na qualidade de órgão fiscalizador do mercado financeiro e de capitais, deve ter acesso a informações quanto às aplicações que estão sendo realizadas pelos fundos de investimento no exterior, de forma a verificar se as disposições da Instrução CVM 450/07 e do respectivo regulamento estão sendo cumpridas. Para tanto, a CVM não pode depender exclusivamente do administrador do fundo, razão pela qual buscou se assegurar que, em todos os casos, exista um canal de comunicação aberto entre a CVM e o órgão local de fiscalização. Porém, isso não deve ser obstáculo à realização de investimentos no exterior, já que os países que abrigam os principais centros financeiros do mundo possuem atualmente acordos de cooperação com a CVM ou são participantes da OICV/IOSCO.

## Regulamentação Cambial

Muito embora os fundos de investimento já estejam autorizados a investir no exterior, na prática apenas os já conhecidos Fundos de Dívida Externa podem atualmente realizar tais investimentos. Isso porque estes fundos são os únicos que atualmente estão autorizados pelo Banco Central a cursar operações de câmbio com vistas a aplicar recursos em ativos no exterior (conforme Resolução nº 3.334/05 do Conselho Monetário Nacional).

Dessa forma, os demais tipos de fundos previstos na Instrução CVM 409/04, que não os Fundos de Dívida Externa, ainda dependem de mudanças na regulamentação cambial para realizarem investimentos em ativos negociados no exterior. Isso se deve ao fato de o Regulamento do Mercado de Câmbio e Capitais Internacionais (“RMCCI”), que consolida as normas cambiais brasileiras, somente dispor acerca de investimentos no exterior a serem



# A Instrução 450 da CVM: Novas Regras para os Fundos de Investimento

---

1º de abril – 7 de abril, 2007

---

feitos por pessoas físicas ou jurídicas. Considerando que o fundo de investimento, por ser um condomínio, não se enquadra em nenhuma dessas hipóteses, é preciso que a atual regra cambial seja alterada, fazendo constar previsão específica no RMCCI para investimento no exterior pelos fundos, como já é o caso dos Fundos de Dívida Externa.

Ademais, os códigos utilizados nos contratos de câmbio de remessa de recursos ao exterior devem ser revistos pelo Banco Central em face das disposições da Instrução CVM 450/07, de forma a assegurar que todos os ativos elegíveis para aplicação pelos fundos de investimento (conforme listados no artigo 2º da Instrução CVM 470/07) possuam seu respectivo código de remessa incluído no RMCCI.

Não obstante esse obstáculo e conforme anunciado pela própria CVM, tanto o Banco Central quanto a CVM estão cientes da atual limitação e já trabalham no sentido de implementar as mudanças que permitam, enfim, as aplicações no exterior pelos fundos de investimento.

## **RESPONSABILIDADES DOS ADMINISTRADORES E GESTORES**

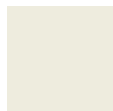
Com a maior liberdade de atuação conferida aos administradores e gestores de fundos de investimento, a CVM sentiu necessidade de fixar de maneira mais clara as responsabilidades de cada um desses agentes, que em última análise são os tomadores de decisão quanto ao investimento da carteira do fundo.

Em primeiro lugar, a Instrução CVM 450/07 fixa as normas de conduta a serem seguidas pelos administradores e gestores de fundos de investimento. Ao deixar claro e expresso na norma a expectativa que se tem quanto ao comportamento dos administradores e gestores, a CVM abre caminho para uma supervisão mais atenta e rígida do mercado, punindo os agentes que não agirem com o zelo e a diligência esperados. Porém, na prática não há alteração relevante, já que um comportamento diligente e no melhor interesse dos cotistas do fundo é o que sempre se espera de qualquer administrador ou gestor. Tal conduta, de fato, já era exigida por órgãos de auto-regulação do mercado, como a ANBID (Associação Nacional de Bancos de Investimento).

Além dessas normas de conduta, a CVM também criou uma sistemática rígida de acompanhamento da carteira do fundo quanto ao atendimento dos limites de concentração de crédito privado. Entre outras regras, o cumprimento dos limites deve ser apurado diariamente pelo administrador e pelo gestor, sendo que qualquer desenquadramento deve ser reportado à CVM até o final do dia seguinte ao fato.

## **PRAZO PARA ADAPTAÇÃO DOS FUNDOS DE INVESTIMENTO**

Embora a Instrução CVM 450/07 já esteja em vigor, a própria norma prevê um prazo de 90 (noventa) dias para que os fundos de investimento já constituídos se adaptem às novas disposições, devendo tal prazo ser contado a partir da data de publicação da norma (30 de



## A Instrução 450 da CVM: Novas Regras para os Fundos de Investimento

---

1º de abril – 7 de abril, 2007

---

março de 2007). Para fins de atualização do regulamento do fundo, a norma dispensa a realização de assembléia de cotistas, os quais apenas deverão ser formalmente comunicados das alterações realizadas.

### CONCLUSÕES

O trabalho de mudança de alguns pontos da Instrução CVM 409/04 foi de fato muito bem conduzido pela CVM, contando com ampla participação do mercado. Ao final, a CVM conseguiu equilibrar, de forma bastante razoável, uma maior flexibilidade de investimento aos fundos, com maior proteção e *disclosure* aos investidores quanto aos riscos existentes. Isso é, sem dúvida, extremamente benéfico ao mercado de fundos de investimento.

Como resultado das novas regras, espera-se um redesenho nas estratégias de alguns fundos, que deverão buscar agora adequar seus objetivos de rentabilidade às novas possibilidades de investimento e restrições existentes. Sem dúvida, as novas regras introduzem ao mercado uma vasta gama de novas oportunidades de negócios ligadas à indústria de fundos.

Quanto às aplicações em ativos no exterior, grande novidade da Instrução CVM 450/07, o que se espera é que o Banco Central atue rapidamente no sentido de adequar as disposições cambiais existentes à nova realidade do mercado de fundos de investimento, criando a previsão normativa adequada para que esses fundos possam, enfim, acessar o mercado internacional, diversificando ainda mais suas estratégias de investimento.

São Paulo, 7 de abril de 2007.