

Mercado de Capitais

uma agenda para debates

Março/2016



Índice

Mensagem da Presidente	3
Introdução	4
Medidas para o fortalecimento do mercado de capitais: uma agenda para debates	6
Tributação	6
Mercado primário de títulos e valores mobiliários	8
Aprimoramentos nas regras das ofertas públicas de renda fixa (Instruções CVM)	8
Aperfeiçoamentos na Lei nº 12.431/11	9
Apoio à atuação do BNDES	11
Mercado secundário de títulos e valores mobiliários	11
Projeto de padronização de escrituras de debêntures	11
Desenvolvimento de instrumentos derivativos de crédito	12
Propostas para fomentar a liquidez dos instrumentos de renda fixa de longo prazo	13
Transparência	14
Diversificação da base de investidores	15
Fundos de investimento	15
Investidores estrangeiros	16
Entidades fechadas de previdência complementar	17
Entidades abertas de previdência complementar	18
Pleitos encaminhados	19

Mensagem da Presidente

A ANBIMA tem apoiado e desenvolvido iniciativas com vistas ao fortalecimento do mercado de capitais no Brasil, em especial do segmento de títulos corporativos de dívida. Entendemos que um mercado de títulos privados com profundidade e liquidez no país propiciará condições mais adequadas para o financiamento do investimento e o crescimento da economia.

Essa visão está refletida no nosso Planejamento Estratégico para 2016, que reitera nossa principal bandeira, a de **fortalecer o mercado de capitais** como um segmento relevante para a captação de recursos de longo prazo e o financiamento de investimentos.

É nesse contexto que trabalhamos na construção de uma agenda para o mercado de capitais que consolida as nossas iniciativas e sugestões. A agenda é composta de ações que buscam a indução de um ambiente de negócios com transparência, alongamento de prazos, diversificação da base de investidores, simetria tributária, infraestrutura de mercado eficiente para as ofertas primárias e as negociações no secundário, e maior qualificação do profissional de mercado.

A agenda traz propostas voltadas tanto para questões estruturais, como de microestrutura. O objetivo é reduzir imperfeições e assimetrias, de forma a gerar condições que, somadas à estabilidade macroeconômica, pavimentem o ambiente de negócios, reforçando a segurança e o interesse dos agentes em participar desse mercado de forma consistente e continuada.

Sem dúvida, todas as ações do governo no sentido do desenvolvimento econômico foram e continuam sendo importantes, inclusive como forma de sinalizar e mobilizar os agentes em torno da necessidade de ampliação do financiamento privado de longo prazo.

Acreditamos que o processo de mudança deve ser contínuo e requererá iniciativas para eliminar entraves e distorções existentes, com capacidade de gerar efeitos multiplicadores que retroalimentem a promoção de um mercado de capitais forte. Para tanto, será fundamental a reavaliação da legislação tributária de ativos e operações financeiras e o debate em torno de uma proposta que vise maior neutralidade regulatória, com a definição de regras simples e que assegurem a simetria de condições entre as diferentes alternativas de investimento, além de desonerar a liquidez dos ativos, fundamental para o processo de alongamento de prazos.

Temos a convicção de que o caminho para fortalecer o mercado de capitais e ampliar o direcionamento de recursos para o financiamento de investimentos passa pela união de esforços do governo, reguladores e entidades representativas do mercado, em torno de uma agenda comum, com o alinhamento de prioridades e a definição de um plano de ação. A Agenda que apresentamos formaliza a nossa disposição de contribuir com o debate sobre o financiamento de longo prazo, que se mostra, cada vez mais, um tema caro ao país.

Denise Pavarina
Presidente da ANBIMA

Introdução

A despeito da conjuntura menos favorável, tanto no âmbito internacional como no doméstico, com a retração do volume de investimentos, o país precisa se preparar para uma nova etapa. E esse novo ciclo de expansão da economia brasileira requererá investimentos robustos e mais disseminados entre os setores, em especial aqueles com maior efeito multiplicador, e exigirá esforços adicionais para atender às necessidades de financiamento e buscar uma composição mais adequada das fontes de recursos atualmente disponíveis.

O BNDES tem sido a principal fonte de financiamento para as empresas, mas a atual origem dos recursos não se mostra sustentável no tempo frente às necessidades de investimentos e à rigidez do quadro fiscal. Também os bancos, por conta das exigibilidades de Basileia, tendem a enfrentar limitações adicionais para o direcionamento de recursos para o financiamento de longo prazo.

Nesse cenário, as fontes tradicionais de recursos se mostram insuficientes para financiar os planos de investimentos das empresas e, portanto, o crescimento sustentado da economia brasileira. Com isso, não restam dúvidas de que o mercado de capitais, em um cenário de estabilidade econômica, deverá ter um papel estratégico no aumento do financiamento de longo prazo.

A preocupação com o fortalecimento de fontes de recursos privados de longo prazo para o financiamento de investimentos, em particular em infraestrutura, está no centro do debate das principais economias mundiais, compondo a pauta de diversas entidades e organismos multilaterais, como o G20, Iosco, OCDE, Banco Mundial, UN-DESA, FSB e FMI.

Em âmbitos regionais, por exemplo, vale mencionar as iniciativas adotadas para a construção da União do Mercado de Capitais na Europa, como a criação do Fundo de Investimento Europeu de Longo Prazo (EFSI), a regulação dos fundos de investimento de longo prazo (ELTIF) e medidas voltadas para incentivar a participação de fundos de pensão e o crowdfunding.

No Brasil, o tema ganhou ainda mais urgência com a falta de dinamismo da economia, sinalizando a necessidade de diversificação das atuais fontes de financiamento de longo prazo, ainda essencialmente baseadas em recursos públicos e com subsídio do Estado. Nesse sentido, agentes públicos e privados têm atuado com o objetivo de fortalecer o mercado de capitais, com a definição de medidas que auxiliem a mudança do padrão de financiamento.

Importantes medidas regulatórias foram adotadas para estimular a emissão de dívida no mercado de capitais, com destaque para a simplificação do processo de ofertas por meio de esforços restritos (ICVM nº 476/09) e a criação de benefício fiscal para estimular investimentos com foco em infraestrutura (Lei 12.431/11). Mais recentemente, a formatação pelo BNDES de operações de financiamento que estimulam emissões no mercado de capitais, com redução do custo de captação, também foi uma iniciativa indutora do financiamento privado de longo prazo. O projeto contou com a colaboração e apoio da ANBIMA.

Os avanços realizados até aqui foram importantes, mas ainda há muito a fazer. Alcançar um ambiente positivo para os investimentos de longo prazo exigirá aperfeiçoamentos adicionais nos mercados primário e secundário de valores mobiliários de renda fixa. Entre os principais

desafios estão ampliar a agilidade dos processos de oferta, mitigando o risco de o emissor perder janelas de oportunidade de captação, inclusive por mudança nas condições de mercado, e dinamizar a liquidez do mercado secundário, assegurando maior conforto aos investidores para adquirir ativos de prazos elevados, uma vez que possibilita a venda do ativo de forma tempestiva, com menores custos transacionais, mitigando o risco de variação significativa do preço e perda do investimento (comum em mercados ilíquidos).

Paralelamente, também são relevantes as iniciativas para diversificar a base de investidores, agregando, no mesmo mercado, diferentes motivações para a demanda por ativos. A confluência de interesses diferentes, em relação a prazos, indexadores e perfis de risco, em um mesmo mercado, tende a gerar liquidez, ao contrário do que se vê em mercados em que os investidores, pela sua similaridade, acabam se movendo na mesma direção.

No entanto, a construção de um ambiente favorável ao mercado de capitais não será possível sem uma profunda revisão da atual legislação tributária, que permita aos emissores captarem a custos mais baixos, e aos diferentes investidores tomarem decisões balizadas pela atratividade do ativo, definida pela taxa oferecida pelo emissor vis-à-vis o seu risco de crédito.

Esse ambiente favorável também deve ter como premissa a maior qualificação dos profissionais de mercado, com gerentes e consultores de investidores capacitados a oferecer produtos adequados aos seus perfis e necessidades. Os profissionais que atuam na distribuição dos produtos de investimento devem, cada vez mais, se tornar um elo relevante de disseminação de informações e de boas práticas.

Em resumo, a busca pela eficiência dos mercados e, portanto, pelo fortalecimento do mercado de capitais brasileiro passa, em nossa avaliação, por algumas pré-condições e iniciativas expressas no Planejamento Estratégico da ANBIMA, que norteia as propostas consolidadas neste documento.

Além da mensagem da presidente e desta Introdução, esta Agenda contém propostas para o fortalecimento do mercado de capitais, abordando temas como: tributação, mercados primário e secundário de títulos e valores mobiliários, ampliação da base de investidores e educação. O documento contém, ainda, as sugestões já encaminhadas pela Associação ao governo para o aperfeiçoamento do arcabouço regulatório e tributário do mercado de títulos e valores mobiliários. Esperamos, com isso, estimular o debate entre os representantes da ANBIMA e do governo na busca de soluções que viabilizem o investimento de longo prazo, mediante o fortalecimento do mercado de capitais, e, em última instância, o crescimento sustentado do país.

Medidas para o fortalecimento do mercado de capitais: uma agenda para debates

Mesmo reconhecendo os avanços importantes que o mercado de capitais brasileiro conquistou nos últimos anos, ainda é possível identificar questões que se colocam como entraves ao pleno desenvolvimento do segmento. Entre elas estão a incerteza gerada pela inflação e pelo baixo crescimento, a cultura de liquidez diária dos investidores, a forte indexação de ativos e operações a taxas de curtíssimo prazo, incompatíveis com o financiamento em prazos mais amplos, e a reduzida padronização dos ativos. Além disso, há a convivência com regras tributárias que, em alguns casos, estimulam arbitragens regulatórias entre ativos e oneram a liquidez, partindo de medidas cujo objetivo original era estimular o alongamento das aplicações.

Assim, entendemos que os esforços para o desenvolvimento do mercado de capitais devem ser contínuos e compatíveis com o grau de maturidade econômica e a necessidade de financiamento de longo prazo do país. É com esse espírito que consolidamos uma Agenda com "**Medidas para o fortalecimento do mercado de capitais**", detalhadas a seguir.

Tributação

A importância do mercado de capitais como fonte de financiamento de longo prazo é amplamente reconhecida pelos diferentes agentes econômicos, assim como a influência do arcabouço regulatório, em especial, do tributário, sobre a eficiência desses mercados. Dessa forma, o debate sobre o fortalecimento do mercado de capitais, além das questões diretamente relacionadas aos mercados primário e secundário de valores mobiliários e à ampliação da base de investidores – abordadas em seguida neste documento –, passa, necessariamente, pela avaliação da adequação da legislação tributária em vigor ao objetivo de alongamento de prazos de ativos e operações financeiras.

Ao longo dos últimos 20 anos, foi crescente a utilização de benefícios fiscais no país para desenvolver setores específicos, o que, no caso do segmento financeiro, teve como principal objetivo estimular a poupança e ampliar a utilização do mercado de capitais. A experiência mostrou, contudo, que, na maior parte dos casos, os estímulos acabaram gerando externalidades negativas para a indústria financeira como um todo, uma vez que criaram distorções, afastaram os investidores não beneficiados – notadamente os fundos de investimento, fundações e seguradoras – e nem sempre geraram como contrapartida o funding necessário para o financiamento de setores específicos.

Diante desse cenário, consideramos necessária a promoção de uma profunda revisão da legislação tributária vigente, norteadas pela simplicidade e simetria de regras em um trabalho conjunto com representantes de governo e de mercado. Tais alterações devem gerar um ambiente que permita a melhor compreensão das regras tributárias e facilite o controle pelos órgãos fiscalizadores, contribuindo tanto para a ampliação dos investimentos como para o aumento da eficiência tributária.

Considerando essas premissas, a ANBIMA, desde sua constituição, em 2009, busca contribuir, com base em seu planejamento estratégico, para uma proposta de reforma tributária no âmbito

do mercado financeiro e de capitais. Ao longo de 2015, a ANBIMA trabalhou para a construção de proposta de um novo arcabouço tributário, levando em consideração três princípios:

► **Redução das assimetrias da atual matriz tributária, com a revisão dos tratamentos tributários diferenciados.** A manutenção de incentivos ou isenções – excetuada aquela aplicável às cadernetas de poupança – deveria passar por avaliações de impacto, como forma de medir os efeitos e a eficácia do benefício, e estar condicionada a prazo de duração específico, assim como foi feito para as debêntures de infraestrutura e outros ativos com a mesma finalidade de financiamento, que têm como base a Lei nº 12.431/11.

Os ativos incentivados têm importante papel no atual cenário econômico, tanto em razão do fomento a setores – como o imobiliário e o do agronegócio – como pela sua relevância entre os instrumentos de captação bancária, possibilitando o fortalecimento de intermediários especializados. Contudo, os benefícios devem ser aplicados de forma a evitar que o investimento seja escolhido apenas pela sua característica tributária, mas sim pelos fatores de risco/retorno e de adequação ao perfil do investidor, que devem necessariamente passar a decisão de investimento, especialmente quando se busca o alongamento dos prazos dos ativos e a ampliação do período de permanência dos investidores.

► **Simplicidade.** A matriz tributária deve ser simples o suficiente para permitir maior comparabilidade entre os diversos tipos de investimentos, para facilitar a aplicação das regras pelos responsáveis tributários e dar ao investidor clareza sobre a tributação incidente em sua aplicação. Quanto mais complexa a matriz tributária, maior o custo operacional para todos os envolvidos, o que também penaliza a negociação entre os agentes e induz ao comportamento buy and hold, tirando liquidez do mercado secundário.

A simplicidade passa, também, pela revisão da legislação infralegal, que estabelece o entendimento da Receita Federal e os procedimentos para a cobrança e o recolhimento dos tributos. Muitas vezes, a falta de clareza das normas aumenta sobremaneira o custo para as instituições financeiras, que hoje são as principais responsáveis pelo recolhimento dos tributos das operações realizadas no mercado financeiro. Além disso, um relacionamento mais estreito e periódico com a autoridade tributária é fundamental para auxiliar no desenvolvimento dessas regras.

► **Alongamento de prazos.** O investidor brasileiro está acostumado – e tem preferência – por investimentos em ativos que lhe ofereçam baixo risco, alta liquidez (baixa duration) e baixa volatilidade. No Brasil, a percepção da relação risco/retorno dos ativos é ofuscada por taxas de juros de curto prazo historicamente altas e pela intensa volatilidade das curvas de juros. Com isso, é importante levar em consideração que a estabilidade macroeconômica é um pré-requisito essencial para a ampliação dos prazos dos investimentos e um dos principais desafios para o alcance deste objetivo.

Assim, embora a estrutura tributária ideal deva ser neutra, no caso do Brasil, há justificativas para o foco do arcabouço tributário no alongamento. Mas este não deve contemplar objetivos adicionais. Nesse sentido, a atual sistemática de aplicar alíquotas decrescentes de acordo com o prazo de permanência no investimento se mostra adequada ao objetivo de alongamento de prazos.

Também, a esse respeito, devem ser consideradas alternativas para incentivar os investidores

– dispostos e preparados para correr riscos de juros – ao invés de se criar desestímulos à opção usual por ativos corrigidos a taxas flutuantes de curtíssimo prazo, especialmente em cenários adversos. Medidas nesse sentido proporcionariam uma alteração gradual no comportamento dos investidores, apoiada em processos de suitability e de ampliação da educação do investidor, que tiveram avanços significativos ao longo dos últimos anos. Ao mesmo tempo, poderiam ser evitados efeitos indesejados, como a experiência vivenciada em 2013, quando as mudanças nas regras dos fundos previdenciários – com o alongamento compulsório e a introdução de requerimentos de duration nas respectivas carteiras – provocaram uma sequência de resgates por parte dos investidores, refletindo a aversão desses agentes a níveis intensos de volatilidade.

Por fim, qualquer alteração da matriz tributária deve ser gradual e levar em consideração a segurança jurídica necessária para que os investidores continuem confiantes no mercado de capitais. Deve-se buscar que os participantes sejam estimulados a pensar em horizontes de mais longo prazo, sem o risco de alterações tributárias inesperadas no meio do caminho ou tratamentos tributários punitivos ao comportamento conservador, que induzam os investidores a assumir riscos para os quais não estão preparados.

Mercado primário de títulos e valores mobiliários

É consenso que o estágio atual do mercado doméstico de títulos privados de renda fixa ainda se encontra aquém de seu potencial. A avaliação é que o mercado é bastante concentrado, tanto no que se refere ao tipo de emissor, como às características dos ativos – prazo e rentabilidade –, sendo a oferta insuficiente e pouco diversificada, o que, em grande medida, acaba afetando a própria demanda. Diante disso, para estimular o aumento das emissões e a maior diversidade de emissores de valores mobiliários, a ANBIMA propõe as seguintes medidas:

Aprimoramentos nas regras das ofertas públicas de renda fixa (Instruções CVM nº 400/03, 476/09 e 480/09)

A percepção da importância dos títulos de dívida como fonte de financiamento levou a ANBIMA a propor à CVM aperfeiçoamentos no arcabouço regulatório vigente. As propostas devem contribuir para remover entraves à emissão desses instrumentos pelas companhias brasileiras, com o objetivo de criar um círculo virtuoso de crescimento e desenvolvimento do mercado, abrindo espaço para novas emissões e emissores. Entre as principais propostas estão:

- ▶ Novas alternativas para o registro de emissores de dívida, de forma a agilizar o acesso ao mercado de capitais, com o melhor aproveitamento das janelas de oportunidade. A proposta inicial da ANBIMA era criar a figura de "emissor frequente de dívida", que teria tratamento similar ao EGEM (emissores com grande exposição a mercado) no que diz respeito aos ritos ágeis de emissões. Contudo, com a evolução das discussões, optou-se por focar no aprimoramento do Programa de Distribuição de Debêntures, com a ampliação do prazo do programa – de dois para quatro anos – e a celeridade de aprovação dos registros das ofertas

previstas no programa. A proposta prevê também a apresentação dos documentos da oferta em dois momentos, sendo o primeiro o registro do programa, com informações do emissor e características gerais do programa, e o segundo, o registro da oferta, com informações específicas da emissão;

- ▶ Maior agilidade no processo das ofertas públicas, mediante a dispensa de análise pela CVM do material publicitário das referidas ofertas;
- ▶ Ampliação da janela para a distribuição dos ativos em mercado, com a extinção do blackout period;
- ▶ Otimização do processo de ofertas com esforços restritos, com a remoção do lock up de 90 dias para a negociação dos ativos, exclusivamente para os lotes da oferta subscritos pelos coordenadores, a título de garantia firme. Além disso, propõe-se que a negociação seja mantida apenas entre investidores profissionais, limitados ao número de investidores permitidos pela Instrução CVM 476, com a possibilidade de transferência do período remanescente de lock up para o próximo adquirente; e
- ▶ Permissão de adoção de lote adicional e suplementar nas ofertas com esforços restritos, para possibilitar o atendimento integral da demanda.

Pleitos:

1) OF. DIR. 032, de 19 de setembro de 2013, encaminhado à Comissão de Valores Mobiliários, com propostas de alterações no aparato regulatório da CVM, Instruções nº 480/09, 400/03 e 476/09, para impulsionar as emissões de valores mobiliários representativos de dívida*.

2) OF. DIR. 023, de 07 de agosto de 2015, encaminhando à Comissão de Valores Mobiliários, com propostas de ajustes na Instrução CVM nº 476/09 (adendo ao Ofício 032/13).

* O referido pleito foi ajustado em resposta à evolução das conversas sobre o tema com a CVM.

Aperfeiçoamentos na Lei nº 12.431/11

A Lei nº 12.431, editada em 2011, representou um marco no estímulo ao financiamento de longo prazo por meio do mercado de capitais, induzindo emissões com duration mínima bem maior que a da maioria dos ativos em mercado, e a distribuição mais pulverizada desses ativos. As primeiras emissões realizadas no âmbito da Lei ocorreram em 2012, com crescimento mais consistente das ofertas em 2013. Longe do potencial sinalizado pelas Portarias editadas, o baixo volume captado sugere a necessidade de aperfeiçoamentos específicos na Lei nº 12.431, como os descritos abaixo.

Uma das questões em debate nos grupos de trabalho da ANBIMA está relacionada à limitação da isenção da pessoa física ao setor de infraestrutura e demais segmentos considerados prioritários pelo governo, o que diminui a capacidade de disseminação das

características das emissões estimuladas pela Lei – tanto no que se refere ao prazo quanto aos referenciais de rentabilidade. A disseminação desse padrão de ativo de mais longo prazo poderia ser potencializada com a extensão do incentivo fiscal a qualquer emissão atrelada a financiamento de investimentos, a exemplo do previsto no artigo 1º para os investidores não residentes. Os requisitos para fazer jus ao benefício estariam, portanto, condicionados apenas às características do ativo e ao direcionamento dos recursos para o financiamento de investimento, independente do setor econômico, o que mitigaria, inclusive, problemas e atrasos decorrentes do processo de aprovação dos projetos.

Nesse sentido, vale mencionar a estruturação pouco homogênea dos diferentes Ministérios para dar curso ao rito de aprovação de projetos estabelecidos no artigo 2º da Lei, o que, em última instância, acaba reduzindo o potencial indutor do estímulo fiscal concedido.

Propõe-se ainda que os projetos com assinatura de contratos de concessão, autorização ou PPPs, entre 01 de janeiro de 2013 e 31 de dezembro de 2030, sejam considerados automaticamente prioritários no âmbito da Lei nº 12.431/11, sem a necessidade de publicação de portarias, e que o montante de Capex correspondente aos 60 meses subsequentes às assinaturas seja considerado automaticamente elegível. O objetivo é permitir que os projetos, na fase mais crítica do investimento, tenham maior agilidade e previsibilidade para utilização da Lei nº 12.431/11. (Em 7 de março de 2016, o governo anunciou medidas de incentivo às emissões de debêntures de infraestrutura, e, mediante a divulgação de decreto, esses projetos passarão a ser considerados automaticamente prioritários, sem a necessidade de aprovação por parte dos ministérios.)

Também no sentido de buscar maior eficiência, e, em face do sucesso da utilização de parcerias público-privadas, concessões e autorizações onerosas para a realização de investimentos prioritários em infraestrutura, propõe-se a remoção dos entraves existentes ao uso das debêntures incentivadas para o financiamento das outorgas. A sugestão específica é que a legislação esclareça esta possibilidade. Vale lembrar que ao BNDES é vedado financiar o pagamento de outorgas, o que reforça a necessidade de que o financiamento possa se viabilizar por meio do mercado de capitais. Adicionalmente, é necessário o esclarecimento sobre a permissão de reembolsos dos aportes de equity, efetuados nos respectivos projetos, tendo em vista que a Lei faz menção apenas a reembolsos de dívida, despesas e gastos. (Nas medidas anunciadas em 7 de março de 2016, também foi sinalizado o esclarecimento quanto à inclusão de despesas com outorgas entre aquelas passíveis de serem financiadas pela emissão de debêntures incentivadas.)

Finalmente, vale citar a necessidade de aprovação da proposta de documento padrão, enviada à CVM, para viabilizar o registro dos Fundos de Infraestrutura. O resultado esperado é a ampliação da participação dos fundos no carregamento dos ativos isentos (Lei nº 12.431/11), com a maior diversificação da carteira e da base de investidores, que passariam a acessar esses ativos também contando com gestão profissional.

Pleitos:

- 1) OF. DIR. 015, de 27 de maio de 2014, encaminhado ao Ministério da Fazenda, solicitando a ampliação dos setores beneficiados pela isenção prevista no art. 2º da Lei.
- 2) OF. DIR. 004/15, de 03 de fevereiro de 2015, direcionado ao Ministro da Fazenda,

solicitando:

- 2.1) Facultar o financiamento de outorgas por meio da emissão de ativos ao amparo do art. 2º da Lei; e
 - 2.2) Considerar automaticamente prioritários os projetos com assinaturas de contratos de concessão, autorização ou PPPs.
- 3) Petição, de 08 de maio de 2013, encaminhada à Comissão de Valores Mobiliários, com proposta de documentação-padrão aplicável aos fundos de investimento Renda Fixa Infraestrutura – Crédito Privado.

Apoio à atuação do BNDES

O BNDES tem sido a principal fonte de recursos de longo prazo para as empresas brasileiras, pelo custo e prazo dos seus empréstimos. Contudo, em face do ajuste fiscal em curso, o repasse de recursos pelo Tesouro Nacional tem se reduzido. Assim, a ANBIMA apoia a intensificação da parceria entre o Banco e as instituições do setor financeiro privado na busca por soluções para o financiamento dos investimentos, tão necessários para o crescimento sustentado do país.

Em 2015, a ANBIMA participou da construção, em conjunto com o BNDES, do Programa de Incentivo ao Mercado de Renda Fixa, que condiciona maior acesso ao financiamento atrelado à TJLP às empresas que utilizarem, concomitantemente, instrumentos do mercado de capitais, com a emissão de valores mobiliários de renda fixa. Foram consideradas características específicas para a elegibilidade do emissor, como receita operacional bruta, valores mínimos de operação e setores de atividade. Em 2016, haverá continuidade da parceria formada entre BNDES e ANBIMA para potencializar a utilização do programa e discutir novas medidas de estímulo ao desenvolvimento do mercado de capitais e, em especial, de aperfeiçoamentos para as emissões realizadas por meio da Lei 12.431/11.

Mercado secundário de títulos e valores mobiliários

Projeto de padronização de escrituras de debêntures

Em outubro de 2015, a ANBIMA finalizou a primeira etapa de seu projeto de Padronização de Escrituras de Debêntures, com a divulgação dos documentos: "Modelo de Escritura Padronizada para Debêntures" e "Guia de Orientação para Debêntures". O objetivo do grupo de trabalho – formado por representantes de instituições associadas à ANBIMA, entre os quais estruturadores, agentes fiduciários e investidores, além de escritórios de advocacia e entidades de registro – foi trazer agilidade e redução de custos para o processo de oferta dos ativos e facilitar a compreensão das características dos títulos por parte dos investidores, facilitando a precificação do ativo, e, em última instância, estimulando as negociações no mercado secundário.

Ao contrário de iniciativas de padronização anteriores, o trabalho atual manteve o foco na

ampliação da transparência de informações do ativo, evitando tratar de condições de natureza eminentemente negocial, como taxas e prazos, que tendem a variar conforme o ambiente macroeconômico. Entre os pontos implementados pelo novo modelo estão: a ordenação comum das cláusulas das escrituras, que facilita a comparabilidade dos ativos e o acesso à informação pelos investidores; regras padronizadas para as cláusulas de vencimento antecipado e resgate antecipado, com cálculos e prazos predefinidos, que possibilitam a proteção do investidor; definição de quóruns para as assembleias de debenturistas, que garantem a efetiva participação dos credores; e obrigações de divulgação de informações adicionais pelos emissores, com o envio também à ANBIMA de convocações de assembleias e escrituras consolidadas após aditamentos.

O modelo também prevê a padronização de critérios de cálculos, com a definição do preço unitário de emissão em R\$ 1.000,00 (mil reais), uniformização das datas de remuneração de ativos atrelados ao IPCA, assim como critérios para o uso da projeção ANBIMA para índices de preços – aproximando as debêntures dos critérios já adotados para os títulos públicos. Prevê também o desincentivo ao escalonamento ou incorporação de juros.

A documentação apresentada pela ANBIMA traz ainda alguns pontos de flexibilidade para debêntures muito pulverizadas (no que se refere a quórum de assembleias) e para debêntures de infraestrutura, especialmente enquadradas na Lei nº 12.431/11 (no que se refere à não incorporação de juros, característica comum às debêntures de projeto). Nesse sentido, representantes do BNDES e do GT multidisciplinar da ANBIMA estão debatendo possibilidades de melhoria no modelo de escritura, especificamente nas questões que envolvem os ativos de infraestrutura que tenham compartilhamento de garantias com o BNDES.

A adoção do modelo padronizado de escritura é voluntária e dirigida ao segmento de ativos que priorizam liquidez e pulverização. Em 2016, além do foco nas debêntures de infraestrutura, a ANBIMA se direcionará para as iniciativas de divulgação do projeto entre os agentes de mercado, e, especialmente, entre as empresas emissoras, apresentando os benefícios da adoção do modelo para a redução de custos, atratividade dos investidores e precificação dos ativos.

Para o sucesso do projeto, é de grande importância o apoio das entidades do governo, em especial as reguladoras e aquelas mais diretamente comprometidas com iniciativas para o desenvolvimento do mercado de capitais.

Link no site da ANBIMA: [Guia ANBIMA de Orientação para Escrituras de Debêntures](#)

Desenvolvimento de instrumentos derivativos de crédito

O desenvolvimento de um mercado robusto de proteção a risco de crédito é condição fundamental para um cenário de alongamento dos prazos de captação e de maior liquidez no mercado secundário de títulos privados. A medida permite aos agentes de mercado uma melhor administração do seu risco de crédito pela compra de proteção para os ativos que mantêm em carteira, o que ganha relevância com a introdução de regras mais rigorosas de adequação de capital para as instituições financeiras, em especial no âmbito de Basileia III.

O arcabouço regulatório de operações de derivativos no Brasil e, em particular, de derivativos de crédito, está em linha com as preocupações de reguladores internacionais quanto à necessidade de transparência e registro das operações como condição para o desenvolvimento seguro do mercado de derivativos. Contudo, algumas exigências são consideradas demasiadamente rígidas – inclusive no que se refere ao escopo de produtos e participantes permitidos – e, em alguns casos, difíceis de serem atendidas, como, por exemplo, a precificação dos ativos subjacentes, que deve ser divulgada pela entidade administradora de mercado organizado, o que torna o mercado concentrado e pouco desenvolvido.

Assim, o que se propõe é facultar a participação de agentes não financeiros em operações de derivativos de crédito e ampliar as possibilidades de realização de operações a descoberto, ou seja, sem que a contraparte transferidora do risco tenha em carteira o risco de crédito do ativo subjacente.

Os temas acima descritos fazem parte da agenda da ANBIMA com a Diretoria de Regulação do Banco Central, CVM e Previc, e serão retomados ao longo de 2016.

Pleito:

OF. DIR. 013, de 06 de maio de 2013, encaminhado ao Departamento de Normas do Sistema Financeiro do Banco Central do Brasil, com sugestões de flexibilização da Resolução CMN nº 2.933/02.

Propostas para fomentar a liquidez dos instrumentos de renda fixa de longo prazo

Para o aumento da liquidez de títulos privados de renda fixa de longo prazo, será importante o desenvolvimento de infraestrutura adequada à realização de operações que permitam aos investidores um melhor gerenciamento do seu risco e a criação de estratégias que potencializem os ganhos dos ativos em carteira, em especial os de longo prazo. Para tanto, propõe-se:

Facultar ao Banco Central do Brasil aceitar títulos de dívida corporativa como lastro nas operações compromissadas realizadas com o mercado, com haircut definido com base na avaliação de risco atribuída ao título. A composição mais flexível da cesta de lastros de operações de liquidez (com a inclusão de títulos privados) já é uma realidade nos EUA e em grande parte dos países da Europa. A experiência mostra que, embora a flexibilização tenha sido realizada no contexto da crise financeira, ela pode contribuir para estimular as instituições financeiras a carregar ativos privados e induzir o desenvolvimento do mercado de capitais;

Permitir que operações compromissadas com livre movimentação – com lastro em títulos privados de renda fixa, em que uma das partes seja instituição não financeira – possam ser realizadas fora de contraparte central; e

Estimular as entidades de registro de operações compromissadas com títulos privados a desenvolver mecanismos de mitigação de riscos que permitam o gerenciamento e recomposição de garantias, além de operacionalizar modalidades mais flexíveis de vencimento, a exemplo do que já existe para as operações com lastro em títulos públicos.

Esses temas farão parte da agenda da ANBIMA com a Diretoria de Regulação do Banco Central em 2016.

Pleito:

OF. DIR. 037, de 06 de novembro de 2014, encaminhado ao Secretário Executivo do Banco Central do Brasil, com propostas para fomentar a liquidez dos títulos privados de renda fixa de longo prazo.

Transparência

A busca pela maior transparência no mercado de valores mobiliários é um desafio que está fortemente ligado a iniciativas do próprio mercado. Partindo dessa premissa e da convicção de que a transparência é uma condição fundamental para a liquidez dos ativos, a ANBIMA vem trabalhando para ampliar a divulgação de preços indicativos de títulos privados e consolidar as informações pós-trading por meio do Sistema Reune.

Nos últimos anos, a Associação tem investido na ampliação do leque de debêntures precificadas e, em 2015, passou a disponibilizar preços de referência para 263 séries, um aumento de 6,5% em comparação a 2014. Além disso, a ANBIMA mantém um site de conteúdo exclusivo relacionado às debêntures.

Também em 2015, no que se refere à transparência, a pauta da Associação se concentrou na governança do processo de precificação de ativos, com a produção de documentos que induzem a adoção de boas práticas na formação de preços dos títulos públicos por parte das instituições contribuidoras, e a descrição detalhada dos processos de consolidação e de apuração de taxas pela ANBIMA. Essa iniciativa foi adotada também para o mercado de debêntures, combinada com o projeto de incorporação dos negócios realizados, registrados no Reune, e dos calls dos corretores, no cálculo das taxas indicativas. O objetivo é assegurar cada vez mais robustez às informações divulgadas diariamente pela Associação.

Visando ampliar a transparência de informações, a ANBIMA participou ativamente do debate sobre a regulamentação das infraestruturas de mercado, que envolveram a definição do papel dos prestadores de serviços de custódia, escrituração e depósito centralizado de valores mobiliários. Nesse tocante, em 2015, foi criado o grupo de trabalho Ônus e Gravames, com o objetivo de debater propostas que auxiliem as instituições na adaptação às novas regras para registro, depósito e constituição de ônus e gravames sobre ativos financeiros, sobretudo no âmbito da normatização do Banco Central. O grupo de trabalho também busca promover o esclarecimento de dúvidas remanescentes quanto ao novo arcabouço regulatório da CVM para o registro e depósito de valores mobiliários.

O fortalecimento das plataformas eletrônicas como ambiente de negócios também esteve presente na agenda da ANBIMA em 2015, quando foram discutidas melhorias com o objetivo de fomentar o desenvolvimento do mercado secundário de renda fixa, trazendo mais eficiência e transparência, bem como a automação de parte do processo de pós-trade. O tema continua na pauta da Associação em 2016, com foco no debate sobre o desenvolvimento de uma ferramenta para call eletrônico, nos moldes dos calls realizados diariamente, em que são

concentradas as negociações de títulos públicos.

Diversificação da base de investidores

Entre as atuações essenciais para a geração de um ambiente favorável à liquidez dos valores mobiliários está, sem dúvida, a diversificação da base de investidores. A participação de agentes diferenciados, por porte, perfil de demanda, capacidade de carregamento e tradição para negociação, é uma condição para o aumento da liquidez. Nesse sentido, as medidas de estímulo à emissão de títulos de longa duração devem considerar a participação, como investidores: das tesourarias e investidores institucionais – fundos de investimentos, fundações e seguradoras – que movimentam elevados volumes de recursos; de estrangeiros, que podem agregar uma visão diferenciada de rentabilidade e risco; além das pessoas físicas residentes, que adicionam pulverização e motivações diversas para a negociação do ativo.

É nesse contexto que se inseriram as iniciativas da ANBIMA em torno da modernização da regulação dos fundos de investimento. Entre elas estavam o apoio à CVM na interlocução com o mercado no processo de revisão dos normativos e a criação da nova classificação de fundos, com o objetivo de facilitar a compreensão das diferentes estruturas de fundos pelos agentes de mercado e investidores. Também há iniciativas da Associação para o fortalecimento da interlocução com reguladores do segmento (entidades fechadas e abertas) para ampliar a inserção desses agentes no mercado de capitais. E, finalmente, dentro da mesma perspectiva, está o apoio da Associação à Lei nº 12.431/11 e ao estímulo à maior participação, no mercado de capitais, de investidores estrangeiros e pessoas físicas residentes no país.

Fundos de investimento

Os fundos de investimento registraram crescimento relevante nos últimos 20 anos, com o volume financeiro sob gestão atingindo quase 50% do PIB, o que os torna importantes detentores das dívidas pública e privada. No entanto, em função de diversas questões de natureza macroeconômica, estrutural, regulatória e, em especial, tributária, a alocação de recursos pela indústria de fundos em ativos corporativos de longo prazo se mantém baixa, ainda que seja relevante entre os detentores do estoque desses ativos em mercado. Assim, a ANBIMA busca potencializar o papel da indústria como agente importante no desenvolvimento do mercado de capitais.

A manutenção da pauta para o fortalecimento da indústria de fundos nos próximos anos, envolvendo questões regulatórias, tributárias, relativas ao suitability, entre outras, é de fundamental importância no debate sobre investimentos de longo prazo. Os fundos de investimentos, geridos por profissionais com poder discricionário para a seleção de ativos e expertise para a definição de estratégias, podem representar uma importante alternativa para o funding de investimentos em infraestrutura e em outros segmentos da economia por um grupo representativo de investidores, incluindo as pessoas físicas.

As iniciativas de estímulo à participação direta de pessoas físicas na compra de ativos são importantes para a educação financeira do investidor, mas a mobilização de grandes volumes de recursos para o financiamento dos investimentos produtivos deverá requerer a contratação

de gestão especializada, inclusive para reduzir os riscos de perda para esse investidor, naturalmente menos habilitado a operar no mercado de capitais.

Em 2015, a ANBIMA atuou em conjunto com a CVM para viabilizar a adaptação da indústria de fundos ao novo marco regulatório, tanto do ponto de vista do produto, quanto em relação aos agentes que atuam no mercado. No mesmo período, tiveram início os debates para a proposta de regulação dos fundos de investimentos em ativos incentivados, com o objetivo de promover a simetria entre os investimentos em produtos diretos e via fundos.

Para 2016, a agenda da ANBIMA prevê o aprimoramento da autorregulação de fundos; a avaliação da alavancagem e do risco sistêmico na indústria, assim como o aprofundamento dos debates sobre o papel dos agentes de mercado, sobretudo administradores e gestores. As iniciativas visam, principalmente, auxiliar a promoção de melhorias na prestação de serviços aos investidores.

Também está na pauta da Associação a proposta de estruturação de FIDCs (Fundos de Investimento em Direitos Creditórios) com características padronizadas e governança diferenciada, com o objetivo de promover a pulverização do instrumento entre os investidores.

Investidores estrangeiros

No mercado de renda variável, os investidores estrangeiros tiveram papel fundamental para o sucesso de IPOs e Follow ons no passado recente. Também no mercado de dívida pública, foram os investidores estrangeiros que impulsionaram o mercado de dívida prefixada de longo prazo (NTN-F), tendo se mostrado essenciais para a melhoria do perfil da dívida soberana. Não obstante, no mercado de dívida corporativa, a participação estrangeira ainda é incipiente, mesmo após a edição da Lei nº 12.431/11.

Diante disso, é fundamental a identificação dos fatores que desestimulam ou dificultam o acesso do investidor estrangeiro ao mercado doméstico de dívida corporativa, entre os quais os aspectos regulatórios, e aqueles relacionados a custo de acesso, tributação e risco cambial. Adicionalmente, é importante atuar de forma mais direcionada para atrair o investidor estrangeiro, ainda pouco sensível aos estímulos fiscais concedidos para ingresso no mercado de dívida privada, em grande medida pela maior atratividade relativa ainda exercida pelos títulos da dívida pública federal.

Contudo, importantes avanços foram verificados no período recente. Ao final de 2014, foi criada a possibilidade de que fundos de investimentos exclusivamente constituídos com recursos de não residentes, e cuja carteira seja integrada por ativos sujeitos à isenção ou alíquota zero de IR, oferecessem o mesmo tratamento tributário a seus quotistas. A medida trouxe maior isonomia entre o investimento direto em ativos e aquele realizado por meio de fundos, por parte desses investidores, bem como entre os diferentes títulos elegíveis a integrar essas carteiras – sejam eles públicos ou privados.

Em 2015, com a ativa participação da ANBIMA, houve ampla atualização da regulamentação que rege o investimento de não residentes no mercado financeiro e de capitais do país. A Resolução nº 4.373 consolidou as disposições relativas a aplicações em portfólio realizadas

por esses investidores, buscando eliminar a duplicação de comandos e otimizar o envio de informações às autoridades. Também houve ampliação dos instrumentos passíveis de serem utilizados como lastro de DRs (Depositary Receipts), antes restritos às ações, e que passaram a incluir valores mobiliários emitidos por companhias abertas, inclusive debêntures, e determinados títulos de crédito de instituições financeiras.

Em 2016, a Associação dará continuidade aos esforços voltados para a ampliação da presença de investidores não residentes no país, bem como para apoiar a atuação de instituições do mercado local no exterior. Nesse sentido, está em elaboração estudo para a identificação de ferramentas de harmonização que auxiliem o processo de internacionalização, no arcabouço regulatório do país. O estudo complementa iniciativas que mapearam os impactos das reformas regulatórias internacionais no mercado brasileiro, consolidadas na resposta da ANBIMA à consulta da Iosco de 2015¹ e em documentos² entregues ao Banco Central e à CVM sobre o assunto.

Entidades fechadas de previdência complementar

No mesmo sentido, a ANBIMA está trabalhando para mapear a falta de interesse por ativos de dívida corporativa por parte das entidades de previdência. Os fundos de pensão, por exemplo, são responsáveis pelo carregamento de 21% da dívida pública em mercado, diretamente ou por meio da aplicação em fundos de investimento. A avaliação é de que, dado o perfil dos seus passivos, esses agentes se mostram grandes compradores potenciais para a dívida corporativa de longo prazo.

A ANBIMA mantém diálogo constante com a Previc (Superintendência Nacional de Previdência Complementar) para aprimoramentos e atualizações da Resolução nº 3.792/09, do CMN (Conselho Monetário Nacional). Os debates contribuem para consolidar entendimentos e para o processo de ajuste das regras de aplicação dos recursos garantidores dos planos administrados pelas EFPC (entidades fechadas de previdência complementar).

Em 2015, a Associação encaminhou à Previc ofício que consolidou e atualizou seu conjunto de propostas, incluindo questões relativas a investimentos no exterior, à equalização dos BDRs II e III à Instrução nº 555 da CVM, à inclusão dos ETFs, bem como à aquisição de títulos e valores mobiliários emitidos por companhias fechadas, ao amparo da Instrução CVM nº 476/09, classificados como renda fixa. Algumas das propostas foram contempladas na Resolução nº 4.449, com destaque para a possibilidade de investimentos em ETFs de renda fixa e em debêntures de infraestrutura.

Adicionalmente, no escopo do convênio firmado com a Previc, a ANBIMA tem realizado workshops técnicos, com o objetivo de disseminar conhecimento e minimizar eventuais distorções sobre os produtos de investimentos abarcados na Resolução. Tais eventos, bem como o aprimoramento das regras, seguirão na agenda da Associação em 2016.

¹ Disponível em: <http://goo.gl/rJylgT>

² Disponível em: <http://goo.gl/YbmJwu> e <http://goo.gl/z8lWpl>

Pleitos:

Ofícios DIR 027/2012, DIR 044/2013 e DIR 027/2015 encaminhados à Previc em 23 de setembro de 2011, 06 de agosto de 2012, 19 de setembro de 2013 e 30 de setembro de 2015, respectivamente, sugerindo alteração da Resolução CMN nº 3.792.

Entidades abertas de previdência complementar

Da mesma forma, a ANBIMA tem mantido diálogo com a Susep (Superintendência de Seguros Privados), de forma a contribuir no processo de atualização da Resolução nº 3.308, do CMN (Conselho Monetário Nacional), que disciplina as regras de aplicação dos recursos das reservas técnicas, das provisões e dos fundos das sociedades seguradoras, das sociedades de capitalização, das entidades abertas de previdência complementar e dos resseguradores locais.

Em 2015, a Associação encaminhou a atualização das propostas de alteração da referida Resolução, destacando questões de extrema relevância ao mercado, conforme entendimento prévio alcançado em reunião junto à Comissão de Investimento da Susep. Por seu turno, a Resolução nº 4.444, alteradora das normas das entidades abertas de previdência complementar e seguradoras, atendeu algumas das propostas da ANBIMA, com destaque para a possibilidade de investimentos no exterior, a inclusão dos ETFs nas modalidades renda fixa e renda variável e dos COEs na nova modalidade "outros", assim como o aumento de limite de alocação na modalidade renda variável, de 49% para 70%.

Pleitos:

Ofício DIR 030/2015, sugerindo alterações na minuta de Resolução apresentada pela Susep.

Com esse material, a ANBIMA se coloca à disposição para contribuir com o debate para o fortalecimento do mercado de capitais, que deve ser continuamente adequado à evolução das condições macroeconômicas, institucionais e de mercado.

Pleitos encaminhados



**Pleito enviado a**

Otávio Yazbek

Diretor - CVM (Comissão de Valores Mobiliários)

Data: 19/09/2013

Assunto

Propostas de alterações no aparato regulatório da CVM, Instruções nº 480/09, 400/03 e 476/09, para impulsionar as emissões de valores mobiliários representativos de dívida

OF. DIR – 032/2013

São Paulo, 19 de setembro de 2013.

Ilmo. Sr.
Otavio Yazbek
Diretor
CVM - Comissão de Valores Mobiliários

Ref.: Propostas de alterações no aparato regulatório da CVM, Instruções nº 480/09, 400/03 e 476/09, para impulsionar as emissões de valores mobiliários representativos de dívida

A ANBIMA vem, através deste, formalizar as propostas de alterações às Instruções apresentadas à CVM em reunião realizada na ANBIMA em 16/8/13. O objetivo é contribuir para impulsionar as emissões de valores mobiliários representativos de dívida corporativa no Brasil, com o aperfeiçoamento dos processos de registro de companhia e de ofertas públicas.

Inicialmente, para a elaboração destas propostas, a Associação realizou uma série de entrevistas com representantes de instituições financeiras coordenadoras de ofertas, seus respectivos departamentos jurídicos, tesourarias e *assets*, assim como com emissores frequentes de títulos de dívida no mercado doméstico. As sugestões coletadas foram debatidas resultando em propostas de melhorias.

Além dos Associados da ANBIMA, envolvemos também outros agentes do mercado: **CETIP**, **BM&FBovespa** e **ABBC**. Registramos neste documento as propostas, resultado deste trabalho, bem como sugestões das demais entidades, de forma a ampliar as possíveis soluções a serem adotadas em cada caso.

Finalmente, e com o intuito de tornar clara a apresentação de nossas sugestões, optamos por dividir o ofício em tópicos, segmentados por normativo CVM, como se segue: (1) Introdução; (2) Instrução CVM nº 480 – Registro de Companhia e Formulário de Referência; (3) Instrução CVM nº 400 – Registro de Oferta Pública; Instrução CVM nº 476 – Ofertas Públicas com Esforços Restritos; e (4) Conclusão.

Pg. 1

Rio de Janeiro

Av. República do Chile, 230 13º andar
20031-170 Rio de Janeiro RJ Brasil
+ 55 21 3814 3800 Fax 21 3814 3960

www.anbima.com.br

São Paulo

Av. das Nações Unidas, 8.501 21º andar
05425-070 São Paulo SP Brasil
+ 55 11 3471 4200 Fax 11 3471 4230

1. Introdução

O mercado de valores mobiliários representativos de dívida tem apresentado crescimento consistente nos últimos anos. A evolução do cenário macroeconômico e o aprimoramento da estrutura regulatória e institucional têm sido fundamentais para o crescimento tanto do volume de ofertas primárias, como para o aumento do volume negociado no mercado secundário destes ativos. Contudo, é consenso que o estágio atual do mercado doméstico de títulos privados de renda fixa ainda encontra-se aquém de seu potencial. A percepção da importância dos títulos de dívida como fonte de financiamento para este novo estágio da economia brasileira faz desta questão hoje a líder na pauta estratégica da ANBIMA.

Sem nos aprofundar, podemos sucintamente descrever outras questões que aparecem como possíveis entraves ao pleno desenvolvimento do segmento de dívida do mercado de capitais: passado de instabilidade macroeconômica, cultura de curto prazo dos investidores, forte indexação a taxas de curtíssimo prazo incompatíveis com prazos de financiamento mais amplos, reduzida padronização dos papéis, entre outros.

Neste documento focamos nossa atenção nos aperfeiçoamentos que consideramos necessários no arcabouço regulatório vigente, e que poderiam contribuir para remover entraves à emissão destes instrumentos pelas companhias brasileiras, criando um círculo virtuoso de crescimento e desenvolvimento do mercado.

Desta forma, detalhamos a seguir as sugestões de alteração das normas listadas, com as respectivas justificativas.

2. Instrução CVM nº 480 – Registro de Companhia e Formulário de Referência

2.1 – Criação da figura de emissor ativo

Objetivo: Possibilitar que emissores recentes (de valores mobiliários de dívida ou de ações) possam acessar o mercado de capitais com maior agilidade, de forma a mitigar o risco de perder as janelas de mercado.

Justificativa: Emissores que acessam o mercado mantêm suas informações periodicamente atualizadas junto à CVM. Contudo, quando tais emissores não têm ações em mercado, ou não atendem à exigência de *market cap*, não fazem jus ao benefício do registro automático, concedido em cinco dias, de acordo com o Art. 6º-A da Instrução CVM nº 400:

Pg. 2

Rio de Janeiro

Av. República do Chile, 230 13º andar
20031-170 Rio de Janeiro RJ Brasil
+ 55 21 3814 3800 Fax 21 3814 3960

www.anbima.com.br

São Paulo

Av. das Nações Unidas, 8.501 21º andar
05425-070 São Paulo SP Brasil
+ 55 11 3471 4200 Fax 11 3471 4230

“Art. 6º - A O registro de oferta pública de distribuição de valores mobiliários emitidos por emissora com grande exposição ao mercado, conforme definido em regra específica, será concedido automaticamente.

(...)

Art. 6º-B - O registro de oferta pública de distribuição de valores mobiliários de que trata o art. 6º-A produzirá efeitos decorridos 5 (cinco) dias úteis do protocolo do pedido na CVM.

§ 1º - A oferta registrada nos termos do caput somente terá início após:

I - a publicação do Anúncio de Início de Distribuição; e

II - a disponibilização do Prospecto Definitivo e seu envio à CVM, nos termos do art. 42, § 3º.

§ 2º - A única informação que pode ser acrescentada ao Anúncio de Início de Distribuição e ao Prospecto Definitivo em relação aos documentos de que trata o § 1º do art. 6º-A apresentados no momento do pedido de registro de distribuição é preço ou valor da remuneração.”

Isso se deve ao fato de que a maioria desses emissores, especialmente os de valores mobiliários de dívida, não está enquadrada no conceito de EGEM – Emissores com Grande Exposição a Mercado, estabelecido pelo Art. 34 da Instrução CVM nº 480:

“Art. 34 - Terá o status de emissor com grande exposição ao mercado, o emissor que atenda cumulativamente aos seguintes requisitos:

I – tenha ações negociadas em bolsa há, pelo menos, 3 (três) anos;

II – tenha cumprido tempestivamente com suas obrigações periódicas nos últimos 12 (doze) meses; e

III – cujo valor de mercado das ações em circulação seja igual ou superior a R\$ 5.000.000.000,00 (cinco bilhões de reais), de acordo com a cotação de fechamento no último dia útil do trimestre anterior à data do pedido de registro da oferta pública de distribuição de valores mobiliários.”

Proposta: Sugerimos a criação do conceito de “Emissores Ativos”, para que estes possam se beneficiar também do registro automático, assim como os EGEM; ou seja, que registros mais ágeis sejam concedidos aos emissores que, de fato, acessam com regularidade o mercado de capitais.

Para definição do conceito de “Emissor Ativo” propõe-se os seguintes parâmetros, a saber:

- I. Ter cumprido tempestivamente com suas obrigações periódicas nos últimos 12 (doze) meses; e
- II. Ter realizado emissão de ações ou dívida por meio da ICVM nº 400 nos últimos 12 (doze) meses.

2.2 – Incentivar a entrada de novos emissores no mercado de capitais

Objetivo: Estabelecer critérios para permitir a abertura de capital por empresas de pequeno e médio porte, criando um mercado de acesso para emissores de valores mobiliários representativos de dívida, “Categoria M”.

Justificativa: Tem sido ampla a divulgação de propostas de incentivos para o acesso de empresas de pequeno e médio porte ao mercado de capitais¹. Entretanto, todas as propostas têm se focado na abertura de capital com o lançamento de ações por parte destas companhias, e não em incentivos para que as companhias de menor porte acessem o segmento de dívida do mercado de capitais, considerado o segmento mais adequado (o estágio inicial) para a abertura de capital das companhias.

Proposta: Sugerimos a criação de uma nova categoria de emissor (Categoria M) para companhias de menor porte emissoras de valores mobiliários de dívida. A proposta é resultado da avaliação de

¹ Destaque especial para a iniciativa do Comitê Técnico de Ofertas Menores, iniciada pela Agência Brasileira de Desenvolvimento Industrial (ABDI), Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES), Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros S.A. (BM&FBOVESPA), Comissão de Valores Mobiliários (CVM) e Agência Brasileira de Inovação (FINEP) para a utilização do mercado de capitais para o financiamento de pequenas e médias empresas. http://www.bmfbovespa.com.br/empresas/pages/empresas_Comite-Tecnico-de-Ofertas-Menores.asp#2

que as diferenças hoje existentes entre as exigências para as categorias A (emissores de ações) e B (emissores de dívida) não são suficientemente significativas, desincentivando a emissão de títulos de dívida pelas empresas de pequeno e médio porte, especialmente devido aos custos envolvidos neste processo.

Neste sentido, propõe-se que a divulgação de informações das empresas enquadradas na “Categoria M”, a ser criada, se concentre nos dados relevantes para os credores (informações de balanço e garantia dos créditos). Alternativamente, o registro poderia ser “equivalente” ao da categoria B, com a “dispensa” de algumas informações, o que significaria, por exemplo, a utilização de um Formulário de Referência simplificado, conforme disposto no Anexo.

Em contrapartida à sugestão de simplificação das informações disponíveis, propõe-se que os ativos de emissores enquadrados na “Categoria M” sejam direcionados apenas a investidores qualificados, conforme definidos no art. 109, inciso IV, da Instrução CVM nº 409, que, em princípio, possuem maior capacidade de avaliar os riscos de crédito destas companhias.

Finalmente, para a classificação das empresas nesta chamada “Categoria M” sugerimos os seguintes critérios:

- I. Valor máximo de emissões de R\$ 300 milhões em 12 meses e faturamento máximo da empresa no período de R\$ 700 milhões (em linha com o Projeto de Ofertas Menores);
- II. Apresentação de Demonstração Financeira dos dois últimos exercícios;
- III. Emissão direcionada somente a investidores qualificados, conforme a Instrução CVM nº 409 (R\$ 300 mil); e
- IV. Permanência da empresa na “categoria M” limitada a cinco anos. Após este período as empresas deverão migrar para as demais categorias existentes “Categorias A ou B” ou fechar o capital.

Entre os benefícios previstos para a “Categoria M”, deveriam ser contemplados:

- I. Ampliação para semestral da periodicidade definida para a prestação das informações financeiras; e

- II. Redução do espectro de informações do Formulário de Referência, que se concentrariam naquelas mais relevantes para a avaliação do risco de crédito, como informações de balanço e de garantia dos créditos.²

Hoje, é ampla a utilização da Instrução CVM nº 476 para emissões de valores mobiliários de dívida de volumes reduzidos, especialmente por parte de companhias de menor porte, inclusive as fechadas. As estatísticas mais recentes compiladas pela ANBIMA³ indicam que, em 2013, das ofertas de debêntures encerradas até julho, 42,2% do volume foi emitido por empresas fechadas, que responderam por 64% do número de operações. Algumas destas operações (inclusive as realizadas sob a Lei 12.431/11, de debêntures incentivadas) poderiam ter sido realizadas por meio da Instrução CVM nº 400, mas os custos relacionados à abertura de capital, especialmente no que se refere à divulgação de informações, não compensavam os benefícios, entre os quais o mais relevante, que é a possibilidade de maior pulverização dos ativos. Alternativamente, como companhias abertas, as emissões realizadas via Instrução nº 476 por estas mesmas empresas teriam o escopo de potenciais investidores ampliado, evitando, por exemplo, a limitação hoje existente para que fundos de pensão adquiram ativos distribuídos com esforços restritos por companhias fechadas.

3. Instrução CVM nº 400 – Registro de Oferta Pública

3.1 – Material Publicitário

Objetivo: Ter agilidade na distribuição do Material Publicitário aos potenciais investidores através do registro automático do material (dispensa de análise pela CVM).

² Ver Anexo, com as propostas de campos do Formulário de Referência de preenchimento facultativo aos emissores da “Categoria M”.

³ Boletim de Mercado de Capitais da ANBIMA – Agosto de 2013, em http://portal.anbima.com.br/informacoes-tecnicas/boletins/mercado-de-capitais/Documents/bol-mc_087_ago2013.pdf.

Justificativa: O prazo necessário para o processo de avaliação dos valores mobiliários de renda fixa por parte dos investidores (e decisão de investimento) – especialmente por parte dos fundos de pensão – tem se mostrado elevado; e para que os investidores comecem a analisar a oferta (e o crédito) é necessário que tenham acesso ao material publicitário. Sendo assim, o prazo de análise deste material por esta D. Autarquia reduz ainda mais a janela de mercado para a distribuição dos valores mobiliários de renda fixa.

Proposta: Sugere-se que o material publicitário seja dispensado de análise por parte da CVM. Esta dispensa de análise estaria atrelada à iniciativa dos intermediários em assumir os riscos da divulgação do material publicitário, e ao compromisso das instituições de dar ampla divulgação e realizar o reenvio do material a todos os potenciais investidores em caso de alterações. Apenas os materiais que acessarem mídias especiais, como por exemplo, exposição no rádio ou TV, entre outras, deveriam ser submetidos à avaliação dessa D. Autarquia.

A divulgação do Ofício-Circular/CVM/SRE/nº 1/2013 em julho deste ano, que trata da utilização de material publicitário no âmbito das ofertas públicas de valores mobiliários, trouxe esclarecimentos adicionais sobre a divulgação deste material. Entretanto, o processo de dispensa ora proposto é equivalente ao que já ocorre hoje com o Aviso ao Mercado, documento considerado mais complexo e mais importante, e que, depois de divulgado, fica sujeito a comentários adicionais pela CVM. Sugere-se também que sejam imputadas penalidades aos ofertantes que descumprirem as regras previamente definidas para o material publicitário, e, alternativamente, seja criado mecanismo / cláusula que permita a “saída” do investidor (desistência da compra), em caso de alterações posteriores no material publicitário.

Além disso, outra proposta é a de que o material publicitário possa ser aprovado, mesmo sem as informações chamadas “indicativas” completas, ou seja, as informações que são passíveis de alterações, como, por exemplo, classificação de *rating* e resultado de *bookbuilding*. Este processo também contribuiria para a agilidade de divulgação do material, acelerando o primeiro acesso do investidor às informações da oferta.

3.2 – Redução dos Custos de Publicação

Objetivo: Substituir as publicações (prospectos) e divulgações em jornais (avisos/anúncios) por material eletrônico disponível nos sites da emissora e de outras instituições.

Pg. 7

Rio de Janeiro

Av. República do Chile, 230 13º andar
20031-170 Rio de Janeiro RJ Brasil
+ 55 21 3814 3800 Fax 21 3814 3960

www.anbima.com.br

São Paulo

Av. das Nações Unidas, 8.501 21º andar
05425-070 São Paulo SP Brasil
+ 55 11 3471 4200 Fax 11 3471 4230

Justificativa: A solicitação está em consonância com as propostas de aumento de agilidade nas divulgações e de redução dos custos de manutenção das companhias abertas presentes no Edital de Audiência Pública SDM nº 8/13, divulgado pela CVM no dia 26 de agosto, que propõe alterações na Instrução CVM nº 358/02 e na Instrução CVM nº 480/09.

Proposta: Sugere-se a substituição da divulgação impressa dos prospectos para todos os investidores e da publicação de avisos e anúncios em jornais de grande circulação por materiais eletrônicos, que ficariam disponíveis no site da empresa emissora, dos coordenadores da emissão, e das entidades onde os ativos estão registrados. A ampla utilização da internet e o fácil acesso dos investidores a estas informações justificam a adoção desta medida, que traria redução significativa de custos para as empresas emissoras de valores mobiliários. Registre-se que este mesmo diagnóstico já foi apontado pelo Comitê Técnico de Ofertas Menores, ainda que com foco nas captações com ações.

Em relação aos prospectos, embora haja o entendimento por parte desta D. Autarquia de que hoje já é possível fazer um número limitado de edições em papel, para arquivamento e distribuição apenas aos investidores que o solicitem, os intermediários e emissores se sentiriam mais confortáveis com a manifestação formal da CVM neste sentido, em processo similar ao realizado com o Edital de Audiência Pública para a divulgação de atos ou fatos relevantes.

3.3 – Aumento das Janelas de Oportunidades de Mercado

Objetivo: Extinção do *blackout period*, mantida a obrigação dos emissores e coordenadores de divulgar qualquer informação relevante ocorrida no referido período.

Justificativa: Os períodos propícios à realização de ofertas de valores mobiliários no mercado doméstico são bastante limitados. As reduzidas “janelas de oportunidade” ocorrem em função das obrigações de divulgação de resultados por parte das companhias e da atualização / arquivamento destes referidos resultados para a realização das ofertas. Além disso, a estes prazos devem ser somados os referentes aos processos de elaboração dos documentos da oferta, e de análise e exigências das informações do registro da companhia e da própria oferta de valores mobiliários. Sendo assim, a vedação adicional prevista no § 4º do artigo 14º da Instrução CVM nº 400/03, com redação alterada pela Instrução CVM nº 482/10, representa mais uma restrição para realização de ofertas pelas companhias domésticas.

“§ 4º A CVM não deferirá o registro de oferta pública de distribuição de valores mobiliários no período que se inicia no décimo sexto dia que antecede qualquer divulgação de informações periódicas da emissora e se encerra na data de sua efetiva divulgação.”

Proposta: Sugere-se que este período de vedação à realização de registros de ofertas públicas previsto na Instrução CVM nº 400/03 seja extinto. Primeiro, porque já há a obrigatoriedade de que os coordenadores se certifiquem de que as informações do prospecto são verdadeiras, consistentes, corretas e suficientes; obrigatoriedade que é mantida, inclusive, no período que antecede a divulgação de resultados pelas companhias.

“Art. 56. O ofertante é o responsável pela veracidade, consistência, qualidade e suficiência das informações prestadas por ocasião do registro e fornecidas ao mercado durante a distribuição.

§1º A instituição líder deverá tomar todas as cautelas e agir com elevados padrões de diligência, respondendo pela falta de diligência ou omissão, para assegurar que:

I - as informações prestadas pelo ofertante são verdadeiras, consistentes, corretas e suficientes, permitindo aos investidores uma tomada de decisão fundamentada a respeito da oferta; e

II - as informações fornecidas ao mercado durante todo o prazo de distribuição, inclusive aquelas eventuais ou periódicas constantes da atualização do registro da companhia e as constantes do estudo de viabilidade econômico-financeira do empreendimento, se aplicável, que venham a integrar o Prospecto, são suficientes, permitindo aos investidores a tomada de decisão fundamentada a respeito da oferta.”

Em segundo lugar, porque também há a previsão de que os coordenadores sejam obrigados a suspender a oferta no caso de qualquer fato que venha a justificar sua suspensão.

“Art. 37. Ao líder da distribuição cabem as seguintes obrigações:

(...)

XI - suspender a distribuição na ocorrência de qualquer fato ou irregularidade, inclusive após a obtenção do registro, que venha a justificar a suspensão ou o cancelamento do registro;”

Além disso, o processo de diligência realizado pelo coordenador líder é bastante complexo, envolvendo, inclusive, os procedimentos chamados *bring-down due diligence call* (conferências telefônicas de fechamento da diligência), onde representantes da companhia, coordenadores, auditores e advogados se certificam de que as informações presentes no prospecto estão corretas e atualizadas.

Outro ponto apresentado é a ausência de justificativas para a adoção dos ‘dezesseis’ dias anteriores à oferta como *blackout period*, e não um número diferente de dias. Alguns representantes do mercado argumentaram que sendo o registro fornecido até o 17º dia anterior à divulgação de resultados pela companhia, a liquidação financeira se dará, quase que certamente, poucos dias antes da referida divulgação de resultados. E o fato de a liquidação financeira ocorrer poucos dias antes da divulgação de resultados se mostra ‘mais arriscada’ do que os casos em que ocorre poucos dias depois da divulgação, o que aumenta a opção do investidor de rever sua decisão de compra. Em um exemplo numérico, considerando o registro concedido a uma determinada oferta no 17º dia anterior à divulgação de resultados, e com a liquidação financeira prevista para D + 3, a liquidação financeira ocorrerá no 14º dia anterior aos resultados. Já se um registro fosse concedido no 2º dia anterior à divulgação de resultados pela companhia, a mesma liquidação financeira, agendada para D + 3, aconteceria um dia depois da divulgação dos resultados da companhia. Baseado neste exemplo, nos procedimentos de diligência adotados pelos coordenadores e na prerrogativa sempre existente de suspensão da oferta, não parece haver justificativa que sustente a manutenção do *blackout period* de 16 dias, nem que este traga benefícios concretos ao público investidor.

Por fim, a ampliação das janelas para a realização de ofertas aumentaria o tempo hábil dos emissores e coordenadores para a realização do primeiro arquivamento da oferta na Autarquia, e este tenderia a ser mais completo e robusto vis-à-vis os realizados atualmente, já que estes contam com cronogramas muito restritos.

4. Instrução CVM nº 476 – Registro de Oferta Pública com Esforços Restritos

4.1 – Ampliação da Base de Investidores e da Negociação no Mercado Secundário

4.1.1 – Proposta I

Pg. 10

Rio de Janeiro

Av. República do Chile, 230 13º andar
20031-170 Rio de Janeiro RJ Brasil
+ 55 21 3814 3800 Fax 21 3814 3960

www.anbima.com.br

São Paulo

Av. das Nações Unidas, 8.501 21º andar
05425-070 São Paulo SP Brasil
+ 55 11 3471 4200 Fax 11 3471 4230

Objetivo: Alterar de 20 para 50 o limite máximo de investidores qualificados que poderão subscrever o valor mobiliário objeto da oferta e remover o *lock up* de 90 dias para a negociação dos ativos.

Justificativa: É perceptível o sucesso da Instrução CVM nº 476 de 2009, tanto no que diz respeito à agilidade no processo de distribuição dos valores mobiliários, como no acesso ao segmento de dívida do mercado de capitais por empresas de menor porte. A partir da publicação da referida instrução, sua utilização tem sido crescente. Os últimos dados divulgados pela ANBIMA⁴ indicam que, entre as ofertas com valores mobiliários de renda fixa (debêntures, notas promissórias, FIDCs e CRIs) nos primeiros sete meses do ano (R\$ 53,5 bilhões), mais de 80% do volume das ofertas foi distribuído com esforços restritos.

Contudo, passados mais de quatro anos de sua publicação, os agentes de mercado parecem acreditar que há espaço para ajustes na referida Instrução, sem a alteração de sua estrutura, ou seja, com a manutenção de sua principal característica de restrição à distribuição dos valores mobiliários. As mudanças propostas dizem respeito, particularmente, ao número de investidores qualificados que podem subscrever a oferta. A ICVM 476 permite o acesso a 50 investidores, restringindo a venda para 20 investidores. Essa restrição exige, muitas vezes, a discricionariedade do intermediário no momento do fechamento do *bookbuilding* das ofertas públicas, com a exclusão de potenciais investidores.

Proposta: Sendo assim, sugere-se remover a restrição para que apenas 20 investidores, entre os 50 consultados em uma oferta com esforços restritos, possam adquirir os referidos ativos. Esta alteração permitiria que todos os investidores qualificados consultados (50) tivessem a opção de adquirir o valor mobiliário, sem depender da discricionariedade do intermediário quando houver mais do que 20 investidores interessados em adquirir o papel. Esta flexibilização, contudo, não alteraria a principal característica da oferta, de manutenção de um número limitado de investidores qualificados, mas, ao mesmo tempo, permitiria a ampliação do acesso dos investidores a estes ativos.

⁴ Boletim de Mercado de Capitais da ANBIMA – Agosto de 2013, em http://portal.anbima.com.br/informacoes-tecnicas/boletins/mercado-de-capitais/Documents/bol-mc_087_ago2013.pdf.

De acordo com a descrição no próprio Edital de Audiência Pública nº 05/2008:

“As dispensas de registro previstas na Minuta se aplicam justamente às hipóteses em que o registro é menos necessário, quais sejam, **ofertas e negociações entre investidores qualificados**, que têm condições de avaliar as informações prestadas e os riscos envolvidos.”

O Relatório de Audiência Pública do Edital nº 05/2008 também abordou este assunto, em resposta às diversas manifestações recebidas no sentido de se ampliar tanto o número de investidores consultados, como o de adquirentes, sinalizando uma possível futura alteração:

“A SDM entende que os limites aos números de subscritores e destinatários da oferta previstos na Minuta são adequados, **sobretudo, para os primeiros anos de vigência da instrução.**”

Proposta: Eliminar o *lock up* de 90 dias para a negociação com estes ativos no mercado secundário, mantida a vedação de que tais ativos sejam negociados unicamente por investidores qualificados.

Justificativa: Nos mesmos moldes da anterior, esta proposta busca readequar as condições da Instrução à nova realidade de mercado, com o aumento da demanda dos investidores por estes ativos, inclusive no mercado secundário. É importante reforçar que as alterações propostas, tanto no que diz respeito ao número de investidores, como à remoção do *lock up* no secundário, não alterariam a principal exigência da norma, que impede que os ativos sejam distribuídos ao público em geral, a não ser que o emissor tenha ou obtenha registro na CVM e apresente à Autarquia prospecto, de acordo com a regulamentação aplicável.

Vale ressaltar que a remoção do *lock up* para negociações no mercado secundário é particularmente necessária nos casos dos gestores, que fazem a alocação dos ativos para mais de um fundo de investimento. Em muitos casos, estes gestores se vêem na necessidade de realocar os ativos entre seus fundos, mas encontram-se limitados, pois também estão sujeitos ao *lock up* de negociação.

4.1.2 – Proposta II (Cetip)

Objetivo: Não sujeitar os investidores institucionais e instituições financeiras a alguns limites definidos na ICVM 476.

Pg. 12

Rio de Janeiro

Av. República do Chile, 230 13º andar
20031-170 Rio de Janeiro RJ Brasil
+ 55 21 3814 3800 Fax 21 3814 3960

www.anbima.com.br

São Paulo

Av. das Nações Unidas, 8.501 21º andar
05425-070 São Paulo SP Brasil
+ 55 11 3471 4200 Fax 11 3471 4230

Proposta: Sugere-se que, caso a oferta seja direcionada exclusivamente aos chamados “investidores institucionais”, representados pelos Fundos de Investimento, Entidades Abertas e Fechadas de Previdência, Seguradoras e Instituições Financeiras, não sejam aplicados os limites de (i) número máximo de investidores, (ii) quatro meses para realização de nova oferta, e (iii) *lock up*. Estes limites estão citados respectivamente nos artigos 3º, 9º e 13º da ICVM 476.

Justificativa: A proposta se baseia em três pilares:

(a) Os investidores institucionais e instituições financeiras contam com gestores profissionais, estando ainda sujeitos às regras estabelecidas pela CVM - principalmente no caso de fundos de investimento, e especialmente as relacionadas à *suitability* -, ou por outras entidades reguladoras como Banco Central, Susep e Previc.

(b) Hoje este tipo de investidor já é o principal detentor de ativos ofertados via ICVM 476 (mais de 99% do total ofertado⁵) e a possibilidade de que mais investidores institucionais participem da oferta fica limitada, principalmente em um momento em que o número de novos gestores vem aumentado.

(c) As ofertas de debêntures realizadas através da ICVM 476 já representam mais de 70% do estoque de debêntures e isto se deve, entre outros fatores, à agilidade com que esta oferta pode ser feita, considerando a qualificação do investidor. Isto se reflete num acesso mais rápido por parte da empresa tomadora dos recursos, o que, juntamente com a possibilidade de um número maior de investidores (objeto desta proposta) tende a tornar o mercado de capitais mais competitivo em comparação a outras fontes de financiamento de longo prazo como, por exemplo, recursos próprios ou BNDES.

4.2 – Facilitar o Aumento no Volume das Emissões de Acordo com a Demanda

Objetivo: Permitir a utilização de lote adicional e lote suplementar nas ofertas via Instrução CVM 476, assim como facilitar o procedimento operacional de registro do volume adicional das ofertas.

⁵ Fonte: Cetip

Justificativa: Seguindo a mesma linha de argumentação decorrente do aumento do interesse dos investidores por títulos privados de renda fixa no período recente, alguns emissores e coordenadores têm se deparado com demandas que superam o volume ofertado em emissões ICVM 476. Hoje esta instrução não prevê a possibilidade de oferta e distribuição de lote adicional e suplementar. Para o atendimento de uma demanda superior ao lote ofertado é necessário solicitar nova aprovação do valor em assembleia da emissora e efetuar aditivo à escritura de emissão, o que inevitavelmente ocasiona atraso nos documentos e no registro da oferta nas entidades administradoras onde os ativos serão depositados.

Proposta: Sendo assim, sugere-se que seja adotada a previsão de lote adicional e suplementar nas ofertas, nos moldes da redação da Instrução CVM nº 400/03, com as adaptações necessárias, conforme apresentadas abaixo:

“Art. 14. (...)

§1º Caso tenha sido outorgada opção de distribuição de lote suplementar de valores mobiliários, nos termos do art. 24, será considerada, para fins de registro, a quantidade de valores mobiliários adicionais a serem distribuídos.

§2º A quantidade de valores mobiliários a serem distribuídos poderá, a critério do ofertante e sem a necessidade de novo pedido ou de modificação dos termos da oferta, ser aumentada, até um montante que não exceda em 20% (vinte por cento) a quantidade inicialmente requerida, excluído o eventual lote suplementar de que trata o § 1º.

(...)

Art. 24. O ofertante poderá outorgar à instituição intermediária opção de distribuição de lote suplementar, que preveja a possibilidade de, caso a procura dos valores mobiliários objeto de oferta pública de distribuição assim justifique, ser aumentada a quantidade de valores a distribuir junto ao público aos investidores, nas mesmas condições e preço dos valores mobiliários inicialmente ofertados, até um montante pré-determinado que constará obrigatoriamente do Prospecto e que não poderá ultrapassar a 15% da quantidade inicialmente ofertada.

Parágrafo Único. A instituição intermediária deverá informar à CVM, até o dia posterior ao do exercício da opção de distribuição de lote suplementar, a data do respectivo exercício e a quantidade de valores mobiliários envolvidos.”

4.3 – Cumprimento de Obrigações pela Companhia Controladora Coobrigada

Objetivo: Permitir que as obrigações previstas no artigo 17 da Instrução CVM nº 476/09 não sejam atendidas pela empresa emissora, desde que a empresa coobrigada pelo valor mobiliário emitido cumpra com um dos seguintes requisitos: (i) tenha registro de companhia aberta; (ii) seja instituição financeira ou equiparada; ou (iii) seja sociedade empresarial que tenha suas demonstrações financeiras relativas ao exercício social imediatamente anterior à data de emissão do valor mobiliário em questão elaboradas em conformidade com o disposto na Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, e auditadas por auditor independente registrado na CVM.

Justificativa: A coobrigação por empresa que tenha as características mencionadas acima dará aos investidores condições de mensurar o risco a que incorrerão caso venham a adquirir o valor mobiliário em questão. Isso porque os investidores poderão pautar sua decisão de compra apenas no risco de crédito da empresa coobrigada que cumpra com os requisitos sugeridos acima.

Importante mencionar que tal situação se assemelha, em certa medida, ao disposto no Art. 5º, parágrafo 1º, inciso III da Instrução CVM nº 414, que transcrevemos abaixo:

“Art. 5º Os créditos imobiliários que lastreiam a emissão de CRI deverão obedecer o limite máximo de 20% (vinte por cento), por devedor ou coobrigado.

§1º O percentual previsto no caput poderá ser excedido quando o devedor ou coobrigado:

I – tenha registro de companhia aberta;

II – seja instituição financeira ou equiparada; ou

III – seja sociedade empresarial que tenha suas demonstrações financeiras relativas ao exercício social imediatamente anterior à data de emissão do CRI elaboradas em

conformidade com o disposto na Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, e auditadas por auditor independente registrado na CVM, ressalvado o disposto no §4º deste artigo.”

Pelo disposto acima, fica evidente que a CVM autoriza que o percentual de 20% seja excedido na hipótese do devedor ou coobrigado cumprir com o estabelecido nos incisos que menciona. Isso porque entende que a decisão pela aquisição ou não do CRI se pautará, quase que exclusivamente, no perfil de crédito do devedor ou coobrigado, uma vez que os investidores terão condições de acessar de forma inequívoca as informações relevantes do devedor ou coobrigado.

Corroborando para este pleito o fato de que, por exemplo, nas operações chamadas *Project Finance*, quase que na totalidade dos casos, são constituídas Sociedades de Propósito Específico – SPEs que figurarão como emitentes das dívidas. No entanto, dado que são sociedades sem histórico de pagamento, o investidor concede crédito ou adquire valores imobiliários de emissão destas SPEs considerando apenas o risco de créditos das empresas coobrigadas que, também, na maioria das vezes, são as controladoras da SPE em questão.

Sendo assim, seria de grande benefício para o mercado com um todo que, no caso das emissoras encontrarem-se sem condições de cumprir com as exigências presentes no artigo 17 da Instrução CVM nº 476/09, os investidores possam pautar suas decisões de investimento apenas no perfil de crédito das empresas coobrigadas que cumpram com os requisitos mencionados acima.

Sem mais, aproveitamos a ocasião para renovar os nossos votos de elevada estima e distinta consideração.

Atenciosamente,

original assinado por

Marcio Guedes Pereira Junior

Presidente do Comitê de Finanças Corporativas e Diretor da

ANBIMA – Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais

Pg. 16

Rio de Janeiro

Av. República do Chile, 230 13º andar
20031-170 Rio de Janeiro RJ Brasil
+ 55 21 3814 3800 Fax 21 3814 3960

www.anbima.com.br

São Paulo

Av. das Nações Unidas, 8.501 21º andar
05425-070 São Paulo SP Brasil
+ 55 11 3471 4200 Fax 11 3471 4230

**Pleito enviado a**

Antonio Berwanger
Superintendente de Desenvolvimento de Mercado – CVM (Comissão de Valores
Mobiliários)

Data: 07/08/2015

Assunto

Proposta para extinção do lock up de 90 dias para as ofertas de títulos de renda
fixa realizadas com esforços restritos – Instrução CVM nº 476 (Adendo ao Ofício DIR
032/2013)

OF. DIR – 023/2015

São Paulo, 07 de agosto de 2015.

Ilmo. Sr.

Antonio Berwanger

Superintendência de Desenvolvimento de Mercado

CVM - Comissão de Valores Mobiliários

Ref.: Proposta para extinção do *lock up* de 90 dias para as ofertas de títulos de renda fixa realizadas com esforços restritos - Instrução CVM nº 476, de 16 de janeiro de 2009 (“ICVM 476”) (Adendo ao Ofício DIR 032/2013)

Prezado,

O presente ofício tem como objetivo propor alteração ao art. 13 da ICVM 476, bem como ao Ofício DIR 032 de 19 de setembro de 2013, de modo que o *lock up* de 90 (noventa) dias exigido pela norma atual não seja observado para as parcelas assumidas pelos coordenadores, suas empresas controladoras, controladas, ligadas e/ou sob controle comum (“Coordenadores”) nas ofertas públicas de títulos de renda fixa, em razão do exercício de garantia firme de colocação.

Tal proposta busca criar mecanismos para não comprometer o limite de crédito dos Coordenadores da oferta durante o período de cumprimento do *lock up*, seguindo o já previsto no artigo 48, inciso II, alínea (b), da Instrução CVM nº 400, de 29 de dezembro de 2003 (“ICVM 400”), que excetua o período de *lock up* para alienação total ou parcial de lote de valores mobiliários objeto de garantia firme. A possibilidade de não observação deste período permitirá a liberação

Pg. 1

Rio de Janeiro

Av. República do Chile, 230 13º andar
20031-170 Rio de Janeiro RJ Brasil
+ 55 21 3814 3800 Fax 21 3814 3960

www.anbima.com.br

São Paulo

Av. das Nações Unidas, 8.501 21º andar
05425-070 São Paulo SP Brasil
+ 55 11 3471 4200 Fax 11 3471 4230

dos limites dos Coordenadores, dando assim maior possibilidade da participação destes em outras ofertas.

Importante pontuar que há casos em que os Coordenadores perdem negociações devido ao tempo necessário de análise pelos investidores participantes, muitas vezes maior que o tempo da oferta. Com a extinção do *lock up*, essas demandas poderiam ser atendidas posteriormente, sendo as ofertas em um primeiro momento subscritas e integralizadas pelos Coordenadores no exercício do seu lote de garantia firme de colocação e, posteriormente, adquiridas pelo investidor quando da finalização da análise por este. Exemplo disso são as fundações, que, devido aos rígidos processos de aprovações internas, demandam mais tempo para a análise da oferta.

A proposta sugere que somente os lotes de garantia firme de colocação dos Coordenadores que tenham sido indicadas no momento da subscrição estejam aptos a utilizar tal flexibilização durante o período de *lock up*. A oferta e subsequente venda de quaisquer valores mobiliários pelos Coordenadores, em decorrência do exercício da garantia firme de colocação antes do final do prazo de *lock up*, não poderá ultrapassar o limite de subscrição de 50 (cinquenta) investidores profissionais e 75 (setenta e cinco) investidores procurados, mantendo as exigências dos artigos 3º e 15 da ICVM 476. Vale ressaltar que será observado pelo investidor que adquiriu os valores mobiliários dos Coordenadores o período restante aos 90 (noventa) dias do *lock up*.

A referida proposta tem intenção de manter o objetivo da Instrução CVM de esforços restritos, instituindo junto à flexibilização solicitada obrigações para os Coordenadores que desejam utilizá-la, além de restrições na negociação. Acreditamos que tais restrições são importantes para resguardar o conceito da referida norma, contemplando também o objetivo do mercado e a natureza da atuação e atividades dos Coordenadores no âmbito das ofertas.

Pg. 2

Rio de Janeiro

Av. República do Chile, 230 13º andar
20031-170 Rio de Janeiro RJ Brasil
+ 55 21 3814 3800 Fax 21 3814 3960

www.anbima.com.br

São Paulo

Av. das Nações Unidas, 8.501 21º andar
05425-070 São Paulo SP Brasil
+ 55 11 3471 4200 Fax 11 3471 4230

Ademais, a fim de garantir o cumprimento do art. 17 da ICVM 476, nas negociações com o exercício de garantia firme de colocação durante o período de *lock up*, o novo detentor deverá completar o período remanescente aos 90 (noventa) dias, sujeito a extensão caso a companhia não faça a divulgação de seus demonstrativos financeiros, conforme previsto na regulamentação.

O ativo negociado após o período de *lock up* que estiver suspenso de negociação em mercados organizados em razão da não divulgação de seus demonstrativos financeiros permanecerá suspenso até o cumprimento da obrigatoriedade pela companhia.

Em ambos os casos, fica o Coordenador líder responsável por informar tal condição ao novo detentor.

Entendemos ser importante tratar dos controles necessários para a utilização desse mecanismo, assim como dos responsáveis pela observância das exigências propostas. Sendo assim, o Coordenador líder da oferta será responsável, por meio do contrato de distribuição, pelo controle do limite de subscrição de 50 (cinquenta) investidores profissionais e 75 (setenta e cinco) investidores procurados, informando os novos detentores quando as companhias não forem aptas a negociar mesmo depois de cumpridos os 90 (noventa) dias. Os Coordenadores serão responsáveis pela diferenciação das quantidades de ativos subscritos e integralizados para investimento ou para exercício da garantia firme no sistema de registro onde o ativo tenha sido registrado. Mesmo que o Coordenador líder seja responsável por cumprir com tais responsabilidades, os demais coordenadores da oferta deverão informá-lo do interesse de algum novo investidor e, conseqüentemente, deverão obter a concordância do líder para não ultrapassar os limites acima descritos, sendo estas obrigações previstas em contrato.

Rio de Janeiro

Av. República do Chile, 230 13º andar
20031-170 Rio de Janeiro RJ Brasil
+ 55 21 3814 3800 Fax 21 3814 3960

www.anbima.com.br

São Paulo

Av. das Nações Unidas, 8.501 21º andar
05425-070 São Paulo SP Brasil
+ 55 11 3471 4200 Fax 11 3471 4230

Colocamo-nos à disposição para esclarecimentos adicionais que eventualmente se fizerem necessários e, sendo o que nos cumpre para o momento, aproveitamos o ensejo para reiterarmos nossos votos de alta estima e consideração.

Atenciosamente,

ORIGINAL ASSINADO POR

Maria Carolina Ferreira Lacerda
Diretora da ANBIMA

Sergio Mychkis Goldstein
Vice-Presidente do Comitê de Finanças
Corporativas da ANBIMA

Rio de Janeiro

Av. República do Chile, 230 13º andar
20031-170 Rio de Janeiro RJ Brasil
+ 55 21 3814 3800 Fax 21 3814 3960

www.anbima.com.br

São Paulo

Av. das Nações Unidas, 8.501 21º andar
05425-070 São Paulo SP Brasil
+ 55 11 3471 4200 Fax 11 3471 4230



Pleito enviado a

Guido Mantega

Ministro de Estado da Fazenda – Ministério da Fazenda

Data: 27/05/2014

Assunto

Proposta de ampliação do escopo dos benefícios tributários previstos no Art.2º da Lei nº 12.431/11

São Paulo, 27 de maio de 2014.

OF.DIR. 015/2014

Ilmos. Sr.

Ministro da Fazenda

Guido Mantega

Ref.: Proposta de ampliação do escopo dos benefícios tributários previstos no Art.2º da Lei nº 12.431/11

A edição da Lei nº 12.431/11 que estabeleceu benefício fiscal para estimular a captação de recursos para o financiamento de investimentos, em especial em infraestrutura, pesquisa e inovação, por meio da emissão de valores mobiliários de renda fixa veio ao encontro de iniciativas do setor privado para fortalecer o mercado de capitais como fonte de recursos de longo prazo para as empresas.

A Lei, que visa essencialmente ampliar a disponibilidade de recursos para o financiamento do investimento, avança ao estabelecer as características básicas do ativo incentivado, incorporando o conceito de *duration* (prazo médio ponderado) mínima de quatro anos, a exclusão do CDI entre as possíveis referências de remuneração, e o direcionamento do benefício fiscal para pessoas físicas e investidores não residentes, apostando no estímulo à pulverização da base de investidores.

A necessidade de complementar o financiamento do investimento por meio do mercado de capitais é de fácil constatação. Do lado da oferta de recursos, pelas naturais limitações de ampliação do crédito privado de longo prazo - elevada exigibilidade de Basileia ou estrutura de prazo das operações passivas dos bancos -, ou pelas crescentes restrições para o BNDES se manter como principal fonte de financiamento para as empresas, em especial pelo fato de a atual origem dos recursos não se mostrar sustentável ao longo do tempo.

Do lado da demanda, a expectativa é que não serão poucos os recursos necessários. O BNDES estima para o período de 2014-2017 investimentos da ordem de quase R\$ 4 trilhões, um aumento de 26% em relação ao quadriênio anterior, período de edição da Lei. Para o setor de infraestrutura, contemplado pela norma, estão previstos investimentos de R\$ 510 bilhões, o equivalente a 13% do total, enquanto para os demais setores são projetados investimentos ainda maiores: de R\$ 1,5

Rio de Janeiro

Avenida República do Chile, 230 13º andar
20031-170 Rio de Janeiro RJ Brasil
+ 55 21 3814 3800 Fax 21 3814 3880/3960

www.anbima.com.br

São Paulo

Av. das Nações Unidas, 8501 11º e 21º andares
05425-070 São Paulo SP Brasil
+ 55 11 3032 3838 | 3471 4200 Fax 11 3034 1903 | 3471 4230

trilhão na agricultura e serviços, R\$ 867 bilhões em residências e R\$ 1,1 trilhão na indústria, que, respectivamente, respondem por 38%, 28% e 22% do total de investimentos previstos para o quadriênio.

De modo geral, para todos os setores, à exceção da indústria, estão previstos benefícios fiscais para estimular as pessoas físicas a adquirirem títulos emitidos nos mercados financeiro e ou de capitais, com a finalidade de ampliar o direcionamento de recursos para os segmentos – este é o caso do CPR, CDA-WA, CRA, e LCA, que cobrem as diversas etapas do agronegócio, desde o plantio/criação à estocagem e comercialização -, e da LCI, CRI e CCI para o setor imobiliário, que também conta com estímulos fiscais na captação efetuada por meio de Fundos de Investimento Imobiliário.

Diante disto, e considerando a previsão de que a necessidade de financiamento seja ainda maior no período de 2014 a 2017, consideramos essencial e, portanto, sugerimos a ampliação do escopo do artigo 2º da Lei nº 12.431/11, em especial para o setor industrial. Do ponto de vista macroeconômico, tal iniciativa ganha relevância diante do baixo dinamismo da economia brasileira e do papel indutor que investimentos intensivos em capital podem ter sobre o aumento da capacidade produtiva do país.

Pelo lado do desenvolvimento do mercado de capitais, a flexibilização do escopo da Lei também é relevante, uma vez que estimula a emissão de títulos corporativos de dívida com características mais adequadas ao longo prazo, exigidas para o enquadramento dos ativos como incentivados. Note-se que, de acordo com o Cemec, o mercado de capitais respondeu por cerca de apenas 18,5% do total do financiamento obtido pelas empresas, conforme dados de dezembro de 2013.

Além disso, a nossa expectativa é que contribuirá também para melhorar o perfil do segmento de dívida corporativa, seja no que se refere ao aumento do número de emissores, padrão de remuneração, ou à ampliação da base de investidores, com efeitos sobre os custos de emissão e, em última instância, a liquidez dos ativos. Vale destacar a emissão da Vale que, sob amparo da Lei nº 12.43/11, levantou de R\$ 1 bilhão quase integralmente de pessoas físicas (89%). Esse resultado fez com que, no trimestre, e pela primeira vez, a participação de pessoas físicas tenha se mostrado relevante, alcançando 15,8%, ajudando à maior diversidade de investidores.

Acreditamos que a simplificação do processo de emissão primária vem cumprindo papel relevante no mercado ao assegurar maior agilidade à captação de recursos, mas ao limitar-se a um grupo específico e restrito de investidores, possui menor potencial de liquidez e para a formação de uma curva de juros de referência do emissor. Neste sentido, constamos ainda que as características do mercado primário de títulos privados acabam afetando a liquidez do secundário, o que limita a

Rio de Janeiro

Avenida República do Chile, 230 13º andar
20031-170 Rio de Janeiro RJ Brasil
+ 55 21 3814 3800 Fax 21 3814 3880/3960

www.anbima.com.br

São Paulo

Av. das Nações Unidas, 8501 11º e 21º andares
05425-070 São Paulo SP Brasil
+ 55 11 3032 3838 | 3471 4200 Fax 11 3034 1903 | 3471 4230

distensão do prazo dos ativos. Neste sentido, vale destacar o potencial de pulverização das emissões amparadas pela Lei nas emissões por meio da ICVM 400, que apresentam perfil de distribuição bastante diferente: nas ofertas realizadas até março/14, os subscritores pessoas físicas responderam por 43,2% dos ativos, seguidos dos intermediários ligados à oferta (20,7%) e dos investidores institucionais (17,9%), ficando os 18% restantes com os demais investidores. Note-se que desde junho de 2012, quando foi emitida a primeira debênture sob o amparo da Lei nº 12.431/11, foram realizados cerca de 70 mil negócios, dos quais 24 mil (35%) envolvendo ativos emitidos com base na Lei, quase todos (96%) ofertados por meio da ICVM 400.

A expectativa é que a ampliação do escopo da Lei nº 12.431/11 permita a um espectro maior de setores da economia se beneficiar da redução de custo de captação que a pulverização estimulada nas emissões incentivadas vem promovendo. Neste sentido, a nossa avaliação é que fortalecer os requisitos (objetivos) que caracterizam o ativo como de longo prazo entre os parâmetros para a isenção do imposto de renda, prevista nesta Lei, vai ao encontro das iniciativas da ANBIMA e do Governo para promover a educação financeira do investidor, na medida em que dissemina este “padrão” de ativo entre os investidores, em especial pessoas físicas, facilitando a sua proximidade com o mercado de capitais.

No mesmo sentido, reiteramos a solicitação de ampliação do prazo de vigência do benefício fiscal estabelecido no Art. 2º, §1º, da Lei nº 12.431/11. O prazo a que nos referimos teve início em 27/01/2011 e fim previsto para 31/12/15, período que nos parece insuficiente para a maturação das importantes mudanças que se pretende no mercado de dívida – alongamento e desindexação. Diante disto, reforçamos a nossa avaliação da necessidade da extensão deste prazo para o dia 31/12/20, ou seja, por mais 5 (cinco) anos.

Sem mais, colocamo-nos à disposição para os esclarecimentos necessários.

Atenciosamente,

Denise Pavarina

Presidente

Rio de Janeiro

Avenida República do Chile, 230 13º andar
20031-170 Rio de Janeiro RJ Brasil
+ 55 21 3814 3800 Fax 21 3814 3880/3960

www.anbima.com.br

São Paulo

Av. das Nações Unidas, 8501 11º e 21º andares
05425-070 São Paulo SP Brasil
+ 55 11 3032 3838 | 3471 4200 Fax 11 3034 1903 | 3471 4230



Pleito enviado a

Joaquim Vieira Ferreira Levy
Ministro de Estado da Fazenda – Ministério da Fazenda

Data: 03/02/2015

Assunto

Proposta de aprimoramentos da Lei nº 12.431/11

São Paulo, 03 de fevereiro de 2015

OF. DIR. 004/15

A Sua Excelência o Senhor
Joaquim Vieira Ferreira Levy
Ministro de Estado da Fazenda
70064-900 – Brasília - DF

Ref.: Proposta de aprimoramentos da Lei nº 12.431/11.

Sr. Ministro,

A necessidade de investimentos crescentes nos próximos anos, em especial no setor de infraestrutura, impõe a união de esforços da iniciativa privada e do governo no sentido de criar condições adequadas, inclusive de financiamento, para o desenvolvimento da economia brasileira. A iniciativa do governo de promover estímulos ao financiamento para investimentos de longo prazo no país por meio da Lei 12.431/11 tem permitido uma crescente participação do mercado de capitais, a partir dos benefícios estabelecidos para a aquisição de valores mobiliários, em especial ligados ao setor de infraestrutura.

Entretanto, alguns aperfeiçoamentos na referida lei foram necessários para potencializar os estímulos, como, por exemplo, a extensão do prazo de vigência para o ano de 2030. Até o momento, foram distribuídos R\$ 9,8 bilhões em debêntures incentivadas ligadas ao setor de infraestrutura, representadas por 30 emissões, conforme dados divulgados pela ANBIMA¹.

Atualmente, decorridos quase quatro anos da publicação da Lei nº 12.431/11, ainda nos deparamos com a necessidade de aperfeiçoamentos adicionais, com o objetivo de ampliar o *funding* para projetos de infraestrutura, bem como ampliar a participação do setor privado no financiamento dos investimentos. De acordo com dados divulgados pelo CEMEC, referentes a dezembro de 2013, o mercado de capitais responde por

¹ Consultado em 16/01/2015 <http://portal.anbima.com.br/informacoes-tecnicas/estudos/financiamento-de-longo-prazo/Pages/default.aspx>

Rio de Janeiro

Av. República do Chile, 230 13º andar
20031-170 Rio de Janeiro RJ Brasil
+ 55 21 3814 3800 Fax 21 3814 3960

www.anbima.com.br

São Paulo

Av. das Nações Unidas, 8.501 21º andar
05425-070 São Paulo SP Brasil
+ 55 11 3471 4200 Fax 11 3471 4230

apenas 18,5% do financiamento (de terceiros) das empresas não financeiras, o que demonstra que há muito espaço para crescimento².

Nesse contexto, encaminhamos abaixo sugestões de alteração e aprimoramento da Lei nº 12.431/11, com as justificativas correspondentes:

1) Esclarecer a faculdade do financiamento de outorgas por meio da emissão de ativos ao amparo do artigo 2º da Lei nº 12.431.

Em alguns projetos de infraestrutura, o edital prevê o pagamento de outorgas onerosas pela concessionária ao poder concedente. Sendo assim, torna-se importante clarificar a possibilidade de financiamento das outorgas, com a remoção de eventuais entraves que possam ocorrer ao uso das debêntures incentivadas. Esse pleito tem o objetivo de viabilizar tal financiamento, considerando-se que parte significativa do investimento em alguns projetos é direcionada ao pagamento de outorgas. Ressalta-se que, sob a ótica de projeto, a outorga é tão importante quanto o Capex para viabilizar a conclusão dos investimentos.

Não há na norma a vedação à utilização das debêntures incentivadas de infraestrutura no financiamento das outorgas. Contudo, a regulamentação também não deixa clara a possibilidade dessa finalidade, o que impossibilita objetivamente os envolvidos de considerá-la como fonte de financiamento, buscando maiores oportunidades nos leilões.

Esse pleito, por sua vez, também traria o benefício adicional de tornar único o entendimento dos procedimentos de aprovação de projetos adotados pelos diferentes ministérios.

Vale lembrar ainda que o BNDES não financia o pagamento de outorgas, o que reforça a necessidade de que o financiamento possa se dar por meio do mercado de capitais.

2) No caso de projetos em que as assinaturas de contratos de concessão, autorização ou PPPs ocorrerem entre 1º de janeiro de 2013 e 31 de dezembro de 2030, considerá-los automaticamente prioritários no âmbito da Lei nº 12.431, sem a necessidade de publicação de portaria autorizativa, com o montante de Capex, correspondente aos 60 meses subsequentes às assinaturas, considerado automaticamente elegível.

² Dados retirados de http://www.cemec.ibmec.org.br/cemec/estudos_relatorios_apresentacoes/relatorios.aspx

Rio de Janeiro

Av. República do Chile, 230 13º andar
20031-170 Rio de Janeiro RJ Brasil
+ 55 21 3814 3800 Fax 21 3814 3960

www.anbima.com.br

São Paulo

Av. das Nações Unidas, 8.501 21º andar
05425-070 São Paulo SP Brasil
+ 55 11 3471 4200 Fax 11 3471 4230

O objetivo deste segundo pleito é permitir que os projetos de infraestrutura, na fase mais crítica de investimentos, tenham maior agilidade e previsibilidade para a utilização da Lei nº 12.431. Esse procedimento dará mais segurança aos envolvidos no momento da definição do quadro de fontes e usos, sem que ocorram imprevisibilidades no trâmite das aprovações dos ministérios responsáveis pelas autorizações dos setores elegíveis.

A possibilidade de realizar ofertas de debêntures automaticamente no âmbito da lei auxiliará tanto no aumento do *fundings* para os projetos como na agilidade das captações, aproveitando as janelas de oportunidade do mercado, já que não será necessário esperar a publicação das portarias para a realização da oferta.

O pleito também visa à desburocratização das concessões, autorizações ou PPPs recém-licitadas, permitindo aos ministérios focar na análise dos demais tipos de projetos. Além disso, propomos que não haja necessidade de autorizações adicionais para um mesmo projeto que venha a realizar emissões de debêntures de infraestrutura em períodos diferentes, ainda que essas emissões sejam realizadas em período superior a um ano da divulgação de sua portaria autorizativa.

Sem mais, aproveitamos para reiterar nosso apoio a todas as iniciativas que possam contribuir para o fortalecimento do mercado de capitais brasileiro, e colocamo-nos à disposição para os esclarecimentos necessários.

Atenciosamente,

Denise Pavarina

Presidente

ANBIMA – Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais

Rio de Janeiro

Av. República do Chile, 230 13º andar
20031-170 Rio de Janeiro RJ Brasil
+ 55 21 3814 3800 Fax 21 3814 3960

www.anbima.com.br

São Paulo

Av. das Nações Unidas, 8.501 21º andar
05425-070 São Paulo SP Brasil
+ 55 11 3471 4200 Fax 11 3471 4230

**Pleito enviado a**

Reginaldo Pereira

Superintendente de Registro de Valores Mobiliários – CVM (Comissão de Valores Mobiliários)

Francisco Bastos

Superintendente de Registro de Valores Mobiliários – CVM (Comissão de Valores Mobiliários)

Data: 08/05/2013

Assunto

Pedido de análise e aprovação de documentação padrão aplicável aos Fundos de Investimento Renda Fixa Infraestrutura – Crédito Privado



São Paulo, 8 de maio de 2013

À
Comissão de Valores Mobiliários – CVM
Superintendência de Registro de Valores Mobiliários – SRE
Rua Sete de Setembro, n.º 111
Rio de Janeiro – RJ

At.: Sr. Reginaldo Pereira

Superintendência de Relações com Investidores Institucionais – SIN
Rua Sete de Setembro, n.º 111
Rio de Janeiro – RJ

At.: Sr. Francisco Bastos Santos

Com cópia para:

BM&FBOVESPA S.A. – Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros
Diretoria de Renda Fixa, Câmbio e Derivativos
Rua XV de Novembro, n.º 275, 5º andar
São Paulo – SP

At.: Sr. Paulo Cirulli

Ref.: Pedidos de Análise e Aprovação de Documentação Padrão aplicável aos Fundos de Investimento Renda Fixa Infraestrutura – Crédito Privado

Prezados Senhores,

A **ANBIMA – Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais**, associação civil sem finalidade econômica, com sede na Cidade do Rio de Janeiro, Estado do Rio de Janeiro, na Avenida República do Chile, n.º 230, 13º andar, inscrita no CNPJ/MF sob o n.º

Rio de Janeiro
Av. República do Chile, 230 13º andar
20031-170 Rio de Janeiro RJ Brasil
+ 55 21 3834 3205 (09 21 3034 4300)

www.anbima.com.br

São Paulo
Av. das Nações Unidas, 8.901 23º andar
05425-970 São Paulo SP Brasil
+ 55 11 4611 4200 (011 5611 4030)

34.271.171/0001-77 ("ANBIMA"), na qualidade de representante de seus membros, participantes da indústria brasileira de fundos de investimento, vem, por meio da presente, requerer o quanto segue abaixo.

Conforme entendimentos mantidos entre essa D. Comissão de Valores Mobiliários ("CVM") e a ANBIMA, é do interesse das entidades governamentais e da indústria brasileira de fundos de investimento viabilizar (i) a criação dos fundos de investimento de que trata o artigo 3º da Lei n.º 12.431, de 24 de junho de 2011, conforme alterada ("Lei 12.431/11"), os quais conferirão tratamento tributário favorável aos respectivos quotistas caso atendidos todos os requisitos estabelecidos na referida Lei 12.431/11 ("Fundos de Infraestrutura"), bem como (ii) a distribuição pública das quotas dos referidos Fundos de Infraestrutura ao público em geral, incluindo investidores de varejo.

Como é do conhecimento de V.Sas., a natureza dos ativos que poderão compor a carteira dos Fundos de Infraestrutura, quais sejam, debêntures, certificados de recebíveis imobiliários e/ou quotas de fundos de investimento em direitos creditórios que atendam aos critérios de elegibilidade estabelecidos na Lei 12.431/11 ("Ativos de Infraestrutura"), permite que os Fundos de Infraestrutura sejam constituídos como condomínios fechados, em observância às regras previstas na Instrução CVM n.º 409, de 18 de agosto de 2004, conforme alterada ("Instrução CVM 409/04"), e que sejam classificados como "Renda Fixa" e "Crédito Privado". A Instrução CVM 409/04 também estabelece que, para permitir acesso dos investidores de varejo aos Fundos de Infraestrutura, as ofertas de suas quotas deverão ser realizadas nos termos da Instrução CVM n.º 400, de 29 de dezembro de 2003, conforme alterada ("Instrução CVM 400/03").

No entanto, a ANBIMA entende que pelas características específicas do mercado de infraestrutura no Brasil, dos Ativos de Infraestrutura e da própria Lei 12.431/11, a aplicação integral da Instrução CVM 409/94 constituiria uma restrição ao desenvolvimento de uma indústria de Fundos de Infraestrutura eficiente.

Considerando o exposto acima, a ANBIMA, com a colaboração da BM&FBOVESPA S.A. – Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros ("BM&FBOVESPA"), pela presente correspondência, vem respeitosamente solicitar a essa D. CVM a aprovação de documentos modelos ("Documentos Modelo") de Fundo de Infraestrutura padrão, o qual seria regulado pela Instrução CVM 409/04 e cujas quotas seriam ofertadas ao público geral nos termos da Instrução CVM 400/03, mas que

Rio de Janeiro

Av. República do Chile, 730 13º andar
20031-170 Rio de Janeiro RJ Brasil
: 55 21 2834 4859 Fax 21 3914 3050

www.anbima.com.br

São Paulo

Av. das Nações Unidas, 8.501, 71º andar
05425-078 São Paulo SP Brasil
: 55 11 4671 4203 Fax 11 4471 4230

ANBIMA

automaticamente gozaria de certas dispensas ("Dispensas") de requisitos atualmente impostos pela Instrução CVM 409/04 aos fundos classe "Renda Fixa" e "Crédito Privado" destinados a investidores de varejo ("Fundo Modelo"). As Dispensas seriam objeto de aprovação pelo Colegiado, após análise e apresentação de exigências nos Documentos Modelo por essa D. CVM, e divulgadas ao mercado, no formato que a CVM entender mais apropriado.

Após a aprovação dos Documentos Modelo e das Dispensas pela CVM, participantes do mercado teriam a prerrogativa de estruturar e solicitar o registro de Fundos de Infraestrutura sob sua administração e gestão, mediante o uso dos Documentos Modelo, que se beneficiariam automaticamente das Dispensas. Tal processo de registro estaria sujeito apenas à aprovação prévia da Superintendência de Registro de Valores Mobiliários – SRE e da Superintendência de Relações com Investidores Institucionais – SIN dessa D. CVM (referidas em conjunto como "Áreas Técnicas"), sem necessidade de nova aprovação das Dispensas pelo Colegiado (o que seria feito uma única vez, no âmbito do presente pedido).

Em virtude de todo o exposto acima, apresentamos por meio desta correspondência:

- I. Descrição das Principais Características do Fundo Modelo
- II. Pedidos de Dispensa a serem endereçados ao Colegiado
- III. Outras Informações
- IV. Conclusão

Anexos:

Conteúdo Mínimo do Endereço Eletrônico do Fundo (conforme definido abaixo)

Minutas dos seguintes Documentos Modelos a serem apreciados/aprovados pela CVM:

- a. modelo de regulamento e respectivos anexos, como termo de adesão ao regulamento e ciência de risco ("Termo de Adesão Modelo"), termo de ciência de risco de crédito ("Termo de Ciência de Risco de Crédito Modelo") ("Regulamento Modelo");
- b. modelo de prospecto preliminar/definitivo ("Prospecto Modelo");
- c. modelo de aviso ao mercado;
- d. modelo de anúncio de início;
- e. modelo de boletim de subscrição de quotas; e
- f. modelo de anúncio de encerramento.

Rio de Janeiro

Av. República da China, 280 13º andar
20031-170 Rio de Janeiro RJ Brasil
+ 55 21 3214 3253 Fax: 21 3214 3350

www.anbima.com.br

São Paulo

Av. das Nações Unidas, 15501 21º andar
05425-970 São Paulo SP Brasil
+ 55 11 4471 4705 Fax: 11 3471 4240

Os termos em maiúsculas e expressões utilizados na presente correspondência e em seus anexos, mas não especificamente aqui definidos, terão os mesmos significados a eles atribuídos no Regulamento Modelo.

1. Descrição das Principais Características do Fundo Modelo

Forma e Objetivo

O Fundo Modelo é um fundo de investimento classificado como "Renda Fixa" e "Crédito Privado", nos termos da Instrução CVM 409/04, sob a forma de condomínio fechado e com prazo determinado de duração. O prazo de duração do Fundo Modelo é de, no mínimo, 6 (seis) anos contados da respectiva data de constituição.

O objetivo do Fundo Modelo é obter valorização de suas quotas ("Quotas") por meio do investimento preponderante em Ativos de Infraestrutura.

Os Fundos de Infraestrutura que venham a ser constituídos e registrados em observância ao Fundo Modelo poderão ou não estabelecer parâmetro de rentabilidade pré-determinado.

Público Alvo

O Fundo Modelo é destinado a pessoas físicas e jurídicas, bem como fundos de investimento em geral, residentes/com sede no Brasil ou no exterior.

O valor mínimo de aplicação inicial no Fundo Modelo, por meio da subscrição de Quotas no mercado primário, é de R\$10.000,00 (dez mil reais) por investidor, observado que não são admitidas subscrições e integralizações de frações de Quotas, de forma que o valor mínimo referido acima deverá ser arredondado para cima, conforme necessário. Não existirão valores mínimos para (i) aquisição de Quotas no mercado secundário; e (ii) manutenção de investimentos no Fundo Modelo após a aplicação inicial de cada investidor.

Política de Investimento

A carteira de investimento do Fundo Modelo é composta por Ativos de Infraestrutura e outros ativos permitidos pela Instrução CVM 409 para os fundos classificados como "Renda Fixa"

Rio de Janeiro

Av. República do Chile, 230 7º andar
20251-170 Rio de Janeiro RJ Brasil
- 55 21 5016.2000 Fax: 21 5014.3559

www.anbima.com.br

São Paulo

Av. das Nações Unidas, 8.501 21º andar
05425-900 São Paulo SP Brasil
- 55 11 3471.4260 Fax: 11 3471.4230



"Crédito Privado" ("Investimentos Permitidos"), observados os limites de concentração e diversificação estabelecidos nos Anexos I e II do Regulamento Modelo.

Nos termos da Lei 12.431/11, os Ativos de Infraestrutura devem representar pelo menos 85% (oitenta e cinco por cento) do patrimônio líquido total do Fundo Modelo, observado que esse percentual mínimo poderá ser mantido em 67% (sessenta e sete por cento) durante os 2 (dois) primeiros anos contados da data da primeira integralização de Quotas.

Características das Quotas / Patrimônio Mínimo

As Quotas correspondem a frações ideais do patrimônio do Fundo Modelo e são de uma única classe. Todas as Quotas terão forma nominativa e serão escriturais, mantidas em conta de depósito. Todas as Quotas fazem jus a pagamentos de amortização em igualdade de condições.

O Fundo Modelo estabelece patrimônio mínimo inicial para funcionamento, sendo que o regulamento de cada Fundo de Infraestrutura que venha a ser constituído e registrado em observância ao Fundo Modelo estabelecerá o valor do patrimônio mínimo inicial aplicável.

Valor das Quotas

As Quotas terão seu valor calculado diariamente, por meio da divisão do patrimônio pelo número de Quotas emitidas e em circulação, considerando o valor do patrimônio no dia útil imediatamente anterior, devidamente atualizado por 1 (um) dia útil.

Direito de Voto

Todas as Quotas terão direito de voto nas assembleias gerais de quotistas do Fundo Modelo, correspondendo cada Quota a um voto.

Emissões de Quotas Adicionais / Patrimônio Autorizado

Como regra geral, emissões de novas Quotas após a primeira emissão ("Quotas Adicionais") poderão ser realizadas mediante aprovação prévia pela assembleia geral.

Rio de Janeiro

Av. República do Chile, 230 13º andar
20053-170 Rio de Janeiro RJ Brasil
+ 55 21 2011-6251 fax 21 3514 3960

www.anbima.com.br

São Paulo

Av. dos Negócios Unidos, 8.504 71º andar
05425-070 São Paulo SP Brasil
+ 55 11 3471-9209 fax 11 3471 9201



Sem prejuízo, o Fundo Modelo estabelece a possibilidade de realização de emissões de Quotas Adicionais independentemente de aprovação pela assembleia geral, desde que observado o limite do patrimônio autorizado ("**Patrimônio Autorizado**") (conforme pedido de Dispensa descrito abaixo), sendo que o regulamento de cada Fundo de Infraestrutura que venha a ser constituído e registrado em observância ao Fundo Modelo estabelecerá o valor do Patrimônio Autorizado a ele aplicável.

O preço de emissão e integralização de quaisquer Quotas Adicionais deve ser equivalente ao maior valor entre (i) o valor da Quota no dia da respectiva integralização, calculado nos termos do item "Valor das Quotas" acima; e (ii) o valor de mercado da Quota, correspondente à média simples do preço de negociação das Quotas no MEGABOLSA, sistema de negociação administrado e operacionalizado pela BM&FBOVESPA ("**MEGABOLSA**"), no fechamento dos 30 (trinta) dias corridos anteriores à respectiva data de integralização (conforme pedido de Dispensa descrito abaixo), observado que, até o momento em que as Quotas sejam efetivamente negociadas durante o prazo indicado no inciso (ii) acima, no mínimo, o preço de emissão e integralização de quaisquer Quotas Adicionais deverá ser necessariamente calculado de acordo com o critério previsto no inciso (i).

Adicionalmente, os Fundos de Infraestrutura que venham a ser constituídos e registrados em observância ao Fundo Modelo poderão ou não conferir aos respectivos quotistas direito de preferência para aquisição de Quotas Adicionais que venham a ser emitidas pelos referidos Fundos de Infraestrutura, conforme venha a ser determinado nos respectivos regulamentos.

Distribuição das Quotas

As Quotas da primeira emissão do Fundo Modelo serão objeto de oferta pública realizada nos termos da Instrução CVM 409/04 e da Instrução CVM 400/03, objeto de registro perante essa CVM ("**Oferta Pública**").

O Fundo Modelo admite a distribuição parcial de Quotas, conforme descrito em cada regulamento.

Após a Oferta Pública de Quotas da primeira emissão, quaisquer Quotas Adicionais que venham a ser emitidas pelo Fundo Modelo poderão: (i) ser objeto de Oferta Pública registrada perante a CVM nos termos da Instrução CVM 400/03; ou (ii) ser objeto de oferta pública de distribuição

Rio de Janeiro

Av. República de Cuba, 250 13º andar
20331-170 Rio de Janeiro RJ Brasil
55 21 3034 4503 Fax: 21 3814 3366

www.anbima.com.br

São Paulo

Av. das Nações Unidas, 8.501 21º andar
05425-970 São Paulo SP Brasil
55 11 5071 4000 Fax: 11 3471 4436

ANBIMA

realizada nos termos da Instrução 400/03, porém automaticamente dispensada de registro adicional perante essa CVM (conforme pedido de Dispensa descrito abaixo), desde que, especificamente à oferta de que trata o item (ii) acima, seja observado o limite do Patrimônio Autorizado ("Oferta Subsequente").

Destacamos que as Quotas e as Quotas Adicionais poderão ser subscritas e integralizadas por qualquer número de investidores no âmbito das Ofertas Públicas e Ofertas Subsequentes, sendo que os Documentos Modelo não estabelecem qualquer limitação à concentração ou requisito diversificação quanto aos investidores no âmbito de cada Oferta Pública e Oferta Subsequente.

Conforme discussões realizadas no âmbito do grupo de trabalho da ANBIMA responsável pela estruturação do Fundo Modelo e preparação dos Documentos Modelo, apresentamos abaixo alguns argumentos que justificam a inviabilidade prática de eventual imposição desse tipo de limitação:

- os Fundos de Infraestrutura foram criados recentemente, de forma que não ainda existe um mercado desenvolvido para esse tipo de produto e o percentual de pulverização que venha a ser imposto pode se mostrar proibitivo no futuro, caso não esteja consistente com a demanda do mercado;
- tendo em vista o formato padrão das Ofertas Públicas e Ofertas Subsequentes, segundo o qual poderão ser realizadas integralizações de Quotas ou Quotas Adicionais diariamente durante todo o período de captação, não seria possível às instituições intermediárias controlar eventuais limites à concentração de investidores no âmbito de cada Oferta Pública ou Oferta Subsequente;
- a Lei 12.431/11 não estabelece limitação à concentração ou necessidade diversificação quanto aos investidores dos Fundos de Infraestrutura (ao contrário do que ocorre nos Fundos de Investimento Imobiliário, por exemplo, em que a isenção depende da observância de critérios específicos quanto ao número e à concentração de investidores); e
- independentemente da existência de uma regra prevista em regulamento, é intenção dos participantes da indústria alcançar elevados níveis de captação de recursos com o maior índice de pulverização possível, de forma a contribuir para a formação de um

Rio de Janeiro

Av. República do Chile, 230 13º andar
20031-170 Rio de Janeiro RJ Brasil
+ 55 21 3814 4820 Fax: 21 3514 3920

www.anbima.com.br

São Paulo

Av. das Nações Unidas, 3.501 21º andar
05425-909 São Paulo SP Brasil
+ 55 11 3471 4205 Fax: 11 3471 4236



mercado minimamente líquido para as quotas dos Fundos de Infraestrutura que venham a ser constituídos e registrados em observância o Fundo Modelo.

Subscrição e Integralização das Quotas

As Quotas deverão ser subscritas até a data de encerramento da respectiva Oferta Pública ou Oferta Subsequente, sendo que as Quotas não subscritas serão canceladas pelo administrador.

As Quotas serão integralizadas à vista, pelo preço de emissão e integralização, que será correspondente a R\$1.000,00 (mil reais) na data da primeira integralização de Quotas da primeira emissão e, após referida data, será equivalente ao maior valor entre: (a) o valor da Quota do dia da respectiva integralização, calculado nos termos do item "Valor das Quotas" acima; e (b) o valor de mercado da Quota, correspondente à média simples do preço de negociação das Quotas no MEGABOLSA no fechamento dos 30 (trinta) dias corridos anteriores à respectiva data de integralização (conforme pedido de Dispensa descrito abaixo), observado que, até o momento em que as Quotas sejam efetivamente negociadas durante o prazo indicado na alínea (b) acima, no mínimo, o Preço de Emissão e Integralização de quaisquer Quotas deverá ser necessariamente calculado de acordo com o critério previsto na alínea (a).

As integralizações de Quotas serão realizadas em moeda corrente nacional, por meio do Sistema de Pagamentos Brasileiro – SPB.

As Quotas objeto de ofertas primárias somente poderão ser integralizadas por intermédio do administrador ou dos agentes autorizados que tenham firmado contrato de agente autorizado com o administrador ("Agentes Autorizados"), pela Central Depositária da BM&FBOVESPA, de acordo com as regras operacionais da BM&FBOVESPA. Uma lista com informações atualizadas dos Agentes Autorizados, seus dados para contato e endereço eletrônico na rede mundial de computadores será disponibilizada no Endereço Eletrônico do Fundo.

Negociação / Transferência das Quotas

As Quotas serão admitidas para negociação no MEGABOLSA, sendo sua liquidação realizada pela Central Depositária da BM&FBOVESPA, que também será responsável pela custódia das Quotas que estiverem depositadas na Central Depositária da BM&FBOVESPA. As Quotas somente poderão ser transferidas no mercado secundário por meio de operação de compra e

Rio de Janeiro

Av. República do Chile, 230 13º andar
20031-170 Rio de Janeiro RJ Brasil
+ 55 21 3814 3890 Fax 21 3814 3861

www.anbima.com.br

São Paulo

Av. dos Negociantes Unidos, 8500 12º andar
05425-070 São Paulo SP Brasil
+ 55 11 4471 4200 Fax 11 3471 4223



venda realizada no MEGABOLSA, de acordo com os prazos e procedimentos da BM&FBOVESPA.

Distribuição de Resultados / Amortização das Quotas

As Quotas poderão ser amortizadas a qualquer tempo durante o prazo de duração do Fundo Modelo, em regime de caixa, observados os termos, condições e procedimentos descritos no Regulamento Modelo, bem como o disposto na Lei 12.431/11.

Os pagamentos das amortizações de Quotas serão sempre realizados (i) no prazo de 7 (sete) dias úteis contados da data da comunicação do administrador nesse sentido, por intermédio da Central Depositária da BM&FBOVESPA, de acordo com as regras operacionais da BM&FBOVESPA; e (ii) em moeda corrente nacional, por meio do Sistema de Pagamentos Brasileiro – SPB.

Todas e quaisquer amortizações abrangerão a totalidade das Quotas, em benefício de todos os quotistas, sem redução do número de Quotas emitidas.

Resgate das Quotas

Não haverá resgate de Quotas a não ser pelo término do prazo de duração ou liquidação antecipada do Fundo Modelo.

Não havendo recursos em moeda corrente nacional suficientes para realizar o pagamento do resgate da totalidade das Quotas em circulação à época da liquidação, o administrador deverá convocar assembleia geral de quotistas para deliberar sobre a entrega de Ativos de Infraestrutura e/ou Investimentos Permitidos como pagamento do resgate das Quotas. Nessa hipótese, referido resgate será realizado fora do MEGABOLSA.

Despesas e Encargos

Além das despesas e encargos atualmente previstos na Instrução CVM 409/04, o Fundo Modelo admite que despesas relacionadas com a contratação de formador de mercado sejam consideradas como despesas do Fundo Modelo (conforme pedido de Dispensa descrito abaixo).

Rio de Janeiro

Av. República do Chile, 430 13º andar
20031-170 Rio de Janeiro RJ Brasil
+ 55 21 4814 6200 Fax 21 3814 4961

www.anbima.com.br

São Paulo

Av. das Nações Unidas, 2.140 21º andar
05425-020 São Paulo SP Brasil
+ 55 11 3471 4499 Fax 11 3674 4270



Adicionalmente, as seguintes despesas poderão ser incorridas e pagas por cada Fundo de Infraestrutura que venha a ser constituído e registrado em observância ao Fundo Modelo, desde que expressamente previstas no respectivo regulamento e aprovadas pela assembleia geral (conforme pedido de Dispensa descrito abaixo): (i) despesas inerentes à constituição, fusão, incorporação, cisão, transformação ou liquidação do fundo e à realização das respectivas assembleias gerais; (ii) despesas relacionadas com a distribuição pública primária das quotas e ao registro para negociação em bolsa de valores; (iii) despesas relacionadas com a contratação de terceiros para prestar serviços legais, fiscais, contábeis e de consultoria especializada; (iv) despesas relacionadas com a contratação de agência de classificação de risco; e (v) despesas previstas nos regulamentos dos respectivos fundos investidos.

Divulgação de Informações

Exceto pelo envio de extrato mensal aos quotistas e de correspondência a cada quotista sobre ato ou fato relevante, nos termos dos artigos 68, II, e 72 da Instrução CVM 409/04, respectivamente (conforme pedido de Dispensa descrito abaixo), o Fundo Modelo está sujeito às mesmas regras de divulgação de informações aplicáveis aos demais fundos de investimento regulados pela Instrução CVM 409/04, observado que todas as informações enviadas a essa CVM deverão ser também disponibilizadas à BM&FBOVESPA.

Adicionalmente às regras gerais relativas à divulgação de informações, para garantir maior transparência aos quotistas e ao mercado em geral, o Fundo Modelo estabelece a obrigatoriedade de manutenção, pelo administrador, de uma página em seu endereço eletrônico na rede mundial de computadores destinada exclusivamente à divulgação de informações relativas ao Fundo Modelo, tendo como modelo de referência as páginas dos Fundos de Índice admitidos à negociação em bolsa (*Exchange Traded Funds*, ou ETFs), observado o conteúdo mínimo constante do Anexo I desta correspondência, também constante do Anexo X do Regulamento Modelo ("Endereço Eletrônico do Fundo"). Caberá ao administrador a responsabilidade pela constante atualização das informações e manutenção do Endereço Eletrônico do Fundo, em observância às regras e periodicidades previstas no Regulamento Modelo, na Instrução CVM 409/04 e demais dispositivos da regulamentação que sejam aplicáveis. Adicionalmente, o Endereço Eletrônico do Fundo deverá ser atualizado por ocasião da realização de qualquer Oferta Pública ou Oferta Subsequente de quotas dos Fundos de Infraestrutura que venham a ser constituídos e registrados em observância ao Fundo Modelo, sendo que as versões finais de todos os documentos relativos à Oferta Pública ou Oferta

São de Janeiro

Av. República do Chile, 230 13º andar
70931-170 Jiu de Janeiro RJ Brasil
+ 55 21 3014 4200 Fax 21 3214 2552

www.anbima.com.br

São Paulo

Av. das Nações Unidas, 8.501 21º andar
05425-070 São Paulo SP Brasil
+ 55 11 3471 4200 Fax 11 3471 4230

Subsequente deverão ser disponibilizados no Endereço Eletrônico do Fundo até a respectiva data de início.

Os Fundos de Infraestrutura que venham a ser constituídos e registrados em observância ao Fundo Modelo deverão, desde sua constituição e por ocasião do respectivo pedido de registro perante essa CVM, contar com Endereço Eletrônico do Fundo à disposição dos respectivos quotistas e dos investidores em geral.

II. Pedidos de Dispensa

Para que o Fundo Modelo e, conseqüentemente, os Fundos de Infraestrutura que venham a ser constituídos e registrados em observância ao Fundo Modelo possam funcionar de acordo com as premissas descritas acima, são necessárias dispensas com relação ao cumprimento de determinados requisitos previstos na Instrução CVM 409, conforme descritas abaixo.

II.1. Dispensa do cumprimento dos limites de concentração e diversificação para Ativos de Infraestrutura

A Lei 12.431/11 estabelece que os Fundos de Infraestrutura devem aplicar, no mínimo, 85% (oitenta e cinco por cento) de seu patrimônio líquido total em Ativos de Infraestrutura, sendo facultado, durante os 2 (dois) primeiros anos contados da data da primeira integralização de quotas, que tal percentual mínimo seja mantido em 67% (sessenta e sete por cento). Nesse sentido, para que a Lei 12.431/11 seja observada, a carteira de investimento do Fundo Modelo deverá ser formada preponderantemente pelos Ativos de Infraestrutura. O restante do patrimônio do Fundo Modelo será formado por Investimentos Permitidos, conforme autorizado pela Instrução CVM 409/04 para os fundos de investimento classificados como "Renda Fixa" "Crédito Privado" e pelo Regulamento Modelo.

Adicionalmente à Lei 12.431/11, o Fundo Modelo será regido pela Instrução CVM 409/04, a qual dispõe, em seus artigos 86 e 87, que todos os fundos de investimento destinados (exclusivamente ou não) a investidores de varejo deverão observar determinados limites e critérios de concentração ou diversificação por emissor, modalidade e/ou mecanismo de colocação, relacionados à composição do patrimônio de cada fundo ("Limites de Concentração"). Tais Limites de Concentração têm por objetivo limitar a exposição dos investidores de varejo ao risco de concentração de seus investimentos em poucas modalidades de ativos ou em

Rio de Janeiro

Av. República do Chile, 276 13º andar
21031-476 Rio de Janeiro - RJ Brasil
+ 55 21 3814 4850 Fax 21 3814 3360

www.anbima.com.br

São Paulo

Av. das Nações Unidas, 8.561 21º andar
05-925-979 São Paulo SP Brasil
+ 55 11 3671 4200 Fax 11 3671 4230

operações que os exponham a risco de contraparte concentrado em uma mesma entidade ou em entidades pertencentes a um mesmo grupo econômico, principalmente aqueles de origem privada.

Motivação do Pedido de Dispensa

A indústria de financiamento de projetos de infraestrutura por meio do mercado de capitais encontra-se ainda em desenvolvimento, sendo que o principal objetivo da criação dos Fundos de Infraestrutura foi, justamente, ajudar no crescimento e desenvolvimento de tal indústria. Os participantes do mercado (administradores/gestores de fundos, originadores e estruturadores de Ativos de Infraestrutura) não têm, neste momento, informações e critérios objetivos para determinar como e quando o mercado de Ativos de Infraestrutura vai se desenvolver no Brasil.

Submeter o patrimônio do Fundo Modelo representando por Ativos de Infraestrutura aos Limites de Concentração, tal como qualquer outro fundo de investimento regido pela Instrução CVM 409/04, resultaria no risco de insucesso de tal produto, uma vez que é possível – e até provável – que no prazo de 2 (dois) anos contados da data de registro dos Fundos de Infraestrutura que venham a ser constituídos e registrados em observância ao Fundo Modelo não existam Ativos de Infraestrutura suficientes para garantir o atendimento, pelos administradores/gestores desses fundos, dos Limites de Concentração.

Independentemente do interesse e objetivo de se investir rapidamente e preponderantemente em Ativos de Infraestrutura, (i) os emissores de Ativos de Infraestrutura podem optar por vias alternativas de captação de recursos (que não o mercado de capitais), ainda que a taxas mais altas; (ii) os projetos de infraestrutura que atendam aos critérios de elegibilidade do Fundo Modelo e da própria Lei 12.431/11 podem demorar mais que o esperado para serem desenvolvidos e aprovados pelas autoridades e órgãos reguladores competentes, conforme o caso, e pelos respectivos estruturadores; e (iii) fatores de risco relacionados ao Brasil e ao setor de infraestrutura podem atrasar/impactar negativamente o desenvolvimento do mercado e, conseqüentemente, a capacidade de originação e a oferta de Ativos de Infraestrutura.

Em virtude de todo o exposto acima e considerando (i) os limites de investimento previstos na Lei 12.431/11; (ii) o estágio atual de desenvolvimento do mercado de Ativos de Infraestrutura; (iii) que a finalidade do Fundo Modelo é investir em Ativos de Infraestrutura emitidos e em circulação, independentemente do número de emissores e/ou ativos, de forma a promover a

Rio de Janeiro

Av. República do Chile, 230 13º andar
23041-170 Rio de Janeiro RJ Brasil
+ 55 21 7614 3623 Fax 21 8814 3980

www.anbima.com.br

São Paulo

Av. dos Estados Unidos, 8.501 21º andar
05429-020 São Paulo SP Brasil
+ 55 11 3471 4268 Fax 11 3471 4745

liquidez de tais ativos e o desenvolvimento do financiamento de projetos de infraestrutura por meio do mercado de capitais brasileiro; e (iv) os argumentos favoráveis à Dispensa apresentados no parágrafo abaixo, solicitamos dispensa com relação ao cumprimento dos Limites de Concentração previstos nos artigos 86 e 87 da Instrução CVM 409/04 no que se refere à parcela do patrimônio do Fundo Modelo representada por Ativos de Infraestrutura, sendo que, especificamente para o limite máximo de investimento em Ativos de Infraestrutura objeto de oferta pública de distribuição nos termos da Instrução CVM n.º 476, de 16 de janeiro de 2009, conforme alterada ("Instrução CVM 476/09"), atualmente de 20% (vinte por cento), solicitamos autorização para alocação de até 85% (oitenta e cinco por cento) do patrimônio líquido total do Fundo Modelo.

Argumentos Favoráveis à Dispensa

Para compensar o não cumprimento aos Limites de Concentração, os seguintes mecanismos serão observados pelo Fundo Modelo e, portanto, pelos Fundos de Infraestrutura que venham a ser constituídos e registrados em observância ao Fundo Modelo:

- a) *Observância aos termos e condições estabelecidos nos Documentos Modelo, previamente aprovados por essa CVM:* Para assegurar aos investidores acesso a adequados níveis de informação sobre os Fundos de Infraestrutura que venham a ser constituídos e registrados em observância ao Fundo Modelo e os Ativos de Infraestrutura integrantes das respectivas carteiras de investimento, o regulamento, o prospecto e os demais documentos dos referidos Fundos de Infraestrutura deverão ser elaborados em estrita observância aos Documentos Modelos. Qualquer desvio não admitido pelos Documentos Modelos implicará necessidade de apreciação e expressa autorização pelo Colegiado dessa CVM.

A utilização dos Documentos Modelos tem como objetivo assegurar a previsão, no regulamento, no prospecto e nos demais documentos relativos aos Fundos de Infraestrutura que venham a ser constituídos e registrados em observância ao Fundo Modelo, dos termos, condições, procedimentos e obrigações necessários ao cumprimento das disposições da Lei 12.431/11, da Instrução CVM 409/04 e da Instrução CVM 400/03, bem como de quaisquer outras orientações dessa CVM aplicáveis ao Fundo Modelo, estabelecendo elevados padrões de transparência na divulgação de

Rio de Janeiro

Av. República da Itália, 730 11º andar
21031-170 Rio de Janeiro RJ Brasil
- 55 21 3814 3929 Fax 21 3814 3960

www.anbima.com.br

São Paulo

Av. das Nações Unidas, 3.591 21º andar
05425-070 São Paulo SP Brasil
- 55 11 3471 4209 Fax 11 3471 4710



ANBIMA

informações sobre os Fundos de Infraestrutura que venham a ser constituídos e registrados em observância ao Fundo Modelo e os respectivos Ativos de Infraestrutura.

- b) *Obrigatoriedade de manutenção e atualização periódica do Endereço Eletrônico do Fundo:* Também com o objetivo de assegurar aos investidores acesso a adequados níveis de informação sobre os Fundos de Infraestrutura que venham a ser constituídos e registrados em observância ao Fundo Modelo e os Ativos de Infraestrutura integrantes das respectivas carteiras de investimento, além das regras gerais relativas à divulgação de informações aplicáveis aos fundos de investimento regulados pela Instrução CVM 409/04 (exceto pelo envio de extrato mensal aos quotistas e de correspondência a cada quotista sobre ato ou fato relevante, nos termos dos artigos 68, II, e 72 da Instrução CVM 409/04, respectivamente, conforme pedido de Dispensa descrito abaixo), o Fundo Modelo estabelece a obrigatoriedade de manutenção do Endereço Eletrônico do Fundo, destinado exclusivamente à divulgação de informações relativas ao Fundo Modelo e suas Ofertas Públicas e Ofertas Subsequentes, observado o conteúdo mínimo constante do Anexo X do Regulamento Modelo.

Nesse sentido, os Fundos de Infraestrutura que venham a ser constituídos e registrados em observância ao Fundo Modelo deverão, desde sua constituição e por ocasião do respectivo pedido de registro perante essa CVM, contar com Endereço Eletrônico do Fundo à disposição dos respectivos quotistas e dos investidores em geral.

Caberá ao administrador a responsabilidade pela constante atualização das informações e manutenção do Endereço Eletrônico do Fundo, em observância às regras e periodicidades previstas no Regulamento Modelo, na Instrução CVM 409/04 e demais dispositivos da regulamentação que sejam aplicáveis. Adicionalmente, o Endereço Eletrônico do Fundo deverá ser atualizado por ocasião da realização de qualquer Oferta Pública ou Oferta Subsequente, sendo que as versões finais de todos os documentos relativos à Oferta Pública ou Oferta Subsequente deverão ser disponibilizadas no Endereço Eletrônico do Fundo até a respectiva data de início.

- c) *Possibilidade de contratação de formador de mercado para as Quotas:* O Fundo Modelo prevê a possibilidade de contratação de formadores de mercado, a expensas do Fundo Modelo, com objetivo de garantir liquidez mínima e referência de preço para as Quotas.

Rio de Janeiro

Av. República do Chile, 230 13º andar
21041-176 Rio de Janeiro RJ Brasil
+ 55 21 3814 4300 Fax 21 3814 4360

www.anbima.com.br

São Paulo

Av. das Nações Unidas, 8.501 21º andar
01475-070 São Paulo SP Brasil
+ 55 11 1171 4269 Fax 11 3471 4230

ANBIMA

Essa característica permitirá a formação de um mercado secundário mais líquido para as Quotas, de forma a contribuir para pulverização da base de investidores do Fundo Modelo.

II.2. Dispensa da necessidade de aprovação das emissões de Quotas Adicionais pela Assembleia Geral, bem como de registro prévio das Ofertas Subsequentes na CVM, desde que observado o limite do Patrimônio Autorizado

A Instrução CVM 409/04 estabelece que (i) a oferta pública de distribuição de quotas de fundo fechado que não seja destinado exclusivamente a investidores qualificados deverá ser precedida de registro de oferta pública de distribuição nos termos da Instrução CVM 400/03; e (ii) compete privativamente à assembleia geral de quotistas deliberar sobre a emissão de novas quotas nos fundos fechados.

Entendemos que os requisitos descritos acima têm como objetivo principal (i) assegurar que os documentos relativos às ofertas públicas de distribuição de quotas de fundo fechado que não seja destinado exclusivamente a investidores qualificados sejam submetidos à revisão dessa CVM, de forma que sejam elaborados em estrita observância à regulamentação aplicável e garantam adequado nível de informação aos investidores e (ii) permitir aos investidores originais aprovar ou não as condições de uma nova captação de recursos pelo respectivo fundo.

Motivação do Pedido de Dispensa

Como é do conhecimento de V.Sas., os Fundos de Infraestrutura estão sujeitos a rigorosas regras relativas à composição e ao enquadramento das respectivas carteiras de investimento. Nesse sentido, os gestores dos Fundos de Infraestrutura não terão flexibilidade para fazer captações de recursos que não estejam diretamente casadas com investimentos em Ativos de Infraestrutura no curto prazo de tempo, pois a manutenção de grandes somas de recursos em caixa (até que sejam identificados, negociados e realizados investimentos em Ativos de Infraestrutura), poderá causar o desenquadramento da carteira com relação aos limites previstos na Lei 12.431/11. O desenquadramento da carteira pode gerar impacto no tratamento tributário do Fundo de Infraestrutura e de seus quotistas.

Nesse sentido, é importante que os gestores dos Fundos de Infraestrutura possam identificar e negociar investimentos em Ativos de Infraestrutura – processo que pode levar semanas ou

Rio de Janeiro

Av. República do Chile, 700 13º andar
20034-970 Rio de Janeiro RJ Brasil
+ 55 21 4814 3520 Fax 24 3814 1960

www.anbima.com.br

São Paulo

Av. das Nações Unidas, 2.500 31º andar
05425-000 São Paulo SP Brasil
+ 55 11 3474 4220 Fax 11 3471 4210



meses – sem a pressão de ter que alocar rapidamente o dinheiro já captado no mercado; mas, uma vez certos da possibilidade de investir em determinado Ativo de Infraestrutura selecionado, os gestores devem ter à sua disposição ferramenta de captação ágil e rápida (pois os originadores e estruturadores de Ativos de Infraestrutura estabelecerão cronogramas curtos para apresentação de ordens de investimento).

Ocorre que, na prática, os prazos e os procedimentos necessários para aprovação de emissões de Quotas Adicionais em assembleia geral e o registro prévio na CVM limitarão, inevitavelmente, a capacidade dos gestores de conseguir investir em Ativos de Infraestrutura cujo processo de investimento (identificação, seleção e ordem de investimento) tenha que ser realizado e processado em período curto. O remédio para tal problema seria a captação antecipada de recursos no mercado, o que importaria risco de manutenção de recursos em caixa (caso Ativos de Infraestrutura não sejam identificados e/ou aprovados pelo gestor), o que poderia causar desenquadramento da carteira dos Fundos de Infraestrutura e, conseqüentemente, efeito fiscal desfavorável aos investidores.

Nesse sentido, considerando (i) as regras relativas à composição e ao enquadramento das carteiras de investimento aplicáveis aos Fundos de Infraestrutura, as quais exigem que os gestores disponham de mecanismos que possibilitem a captação de recursos de tempos em tempos, de forma ágil e flexível; e (ii) os argumentos favoráveis à Dispensa apresentados no parágrafo abaixo, solicitamos dispensa com relação ao cumprimento dos requisitos previstos nos artigos 22 e 47, inciso VI, ambos da Instrução CVM 409/04, de forma a permitir que os Fundos de Infraestrutura que venham a ser estruturados na forma do Fundo Modelo realizem emissões de Quotas Adicionais sem a necessidade de aprovação prévia pela assembleia geral, bem como Ofertas Subseqüentes sejam automaticamente dispensadas de registro prévio perante essa CVM, sem a necessidade de pagamento de taxa de fiscalização, desde que, em ambos os casos, seja observado o limite do Patrimônio Autorizado (o qual terá sido registrado e aprovado pela CVM quando do registro da primeira oferta de Quotas).

Argumentos Favoráveis à Dispensa

Para compensar o não cumprimento dos requisitos previstos nos artigos 22 e 47, inciso VI, ambos da Instrução CVM 409/04, os seguintes mecanismos serão observados pelo Fundo Modelo e, portanto, pelos Fundos de Infraestrutura que venham a ser constituídos e registrados em observância ao Fundo Modelo:

Rio de Janeiro

Av. República do Chile, 230 13ª andar
21031-170 Rio de Janeiro RJ Brasil
+ 55 21 3014 4200 fax 21 3814 3980

www.anbima.com.br

São Paulo

Av. dos Negocios Unidas, 8561 21ª andar
05425-070 São Paulo SP Brasil
+ 55 11 3671 4200 fax 11 3671 4230

- a) *Conhecimento prévio do Patrimônio Autorizado e características das Quotas Adicionais:* O Fundo Modelo estabelece que a possibilidade de realização de emissões de Quotas Adicionais independentemente de aprovação pela assembleia geral, bem como de Ofertas Subsequentes automaticamente dispensadas de registro perante essa CVM estarão sempre limitadas ao Patrimônio Autorizado, sendo que o regulamento de cada Fundo de Infraestrutura que venha a ser constituído e registrado em observância ao Fundo Modelo estabelecerá o valor do Patrimônio Autorizado aplicável.

Adicionalmente, o Regulamento Modelo estabelece que as Quotas Adicionais deverão observar as mesmas características das Quotas que já tenham sido emitidas pelo Fundo Modelo (tais como condições de emissão, subscrição, integralização, amortização, resgate, negociação e direitos políticos), contemplando, inclusive, critérios predefinidos e objetivos para determinação do preço de emissão e integralização de quaisquer Quotas Adicionais.

A predefinição do volume do Patrimônio Autorizado, bem como das características a serem observadas pelas Quotas Adicionais que venham a ser emitidas, possibilitam que os quotistas e os investidores em geral tenham conhecimento prévio dos termos e condições segundo os quais volumes adicionais de recursos poderão ser captados pelo Fundo Modelo de forma automática, independentemente de autorização prévia pela assembleia geral.

Por fim, vale lembrar que quaisquer emissões de Quotas Adicionais e respectivas ofertas públicas de distribuição acima do Patrimônio Autorizado (ou em condições diversas daquelas previstas nos Documentos Modelo, conforme descrito abaixo) dependerão de autorização prévia pela assembleia geral e devido registro perante essa D. CVM, nos termos da Instrução CVM 409/04 e da Instrução CVM 400/03.

- b) *Aprovação prévia dos Documentos Modelo a serem utilizados para cada Oferta Subsequente:* Para informações sobre os Documentos Modelo, vide item II.1.(a) acima.

Vale ressaltar que a possibilidade de utilização da Dispensa descrita neste item II.2., caso concedida por essa D. CVM, dependerá da apresentação e aprovação, pelas Áreas Técnicas, quando do pedido de registro de cada Fundo de Infraestrutura que venha a ser

Rio de Janeiro

Av. República da China, 230 13ª andar
20031-170 Rio de Janeiro RJ Brasil
+ 55 21 3614 3950 Fax 21 3814 3960

www.anbima.com.br

São Paulo

Av. das Nações Unidas, 8561 13ª andar
05425-970 São Paulo SP Brasil
+ 55 11 3673 4200 Fax 11 3673 4230



constituído e registrado em observância ao Fundo Modelo e da respectiva Oferta Pública de quotas da primeira emissão, de todos os Documentos Modelo preparados especificamente para o referido Fundo de Infraestrutura, os quais deverão ser utilizados em toda e qualquer Oferta Subsequente que venha a ser realizada pelo referido Fundo de Infraestrutura.

Portanto, cada Fundo de Infraestrutura que venha a ser constituído e registrado em observância ao Fundo Modelo somente poderá realizar Ofertas Subsequentes caso sejam observados os seguintes procedimentos e requisitos:

- as características da Oferta Subsequente estejam contempladas em suplemento elaborado em estrita observância ao modelo constante do Anexo IV do Regulamento Modelo (já preparado especificamente para cada Fundo de Infraestrutura que venha a ser constituído e registrado em observância ao Regulamento Modelo e, portanto, aprovado por essa CVM);
- a emissão das Quotas Adicionais e a respectiva Oferta Subsequente, bem como o respectivo suplemento, observem o limite do Patrimônio Autorizado e o disposto no Regulamento Modelo, e tenham sido objeto de aprovação pelo respectivo administrador;
- a Oferta Subsequente seja realizada exclusivamente pelo administrador e/ou pelos Agentes Autorizados, no mercado brasileiro, para distribuição por meio do MEGABOLSA;
- as versões finais de todos os documentos relativos a cada Oferta Subsequente (a) tenha sido elaboradas em estrita observância aos Documentos Modelo previamente aprovados por essa CVM por ocasião do registro do Fundo de Infraestrutura que venha a ser constituído em observância ao Fundo Modelo e cujo administrador opte por prever o Patrimônio Autorizado; e (b) sejam disponibilizadas aos quotistas e aos investidores em geral, a partir da data de início da Oferta Subsequente, no Endereço Eletrônico do Fundo e nos endereços eletrônicos dos Agentes Autorizados na rede mundial de computadores; e

Rio de Janeiro

Av. República do Chile, 220 13ª andar
20041-170 Rio de Janeiro RJ Brasil
+ 55 21 3814 3800 Fax 21 3814 3960

www.anbima.com.br

São Paulo

Av. das Nações Unidas, 9.501 21º andar
09421-070 São Paulo SP Brasil
+ 55 11 3421 4200 Fax 11 3421 4230



- o prospecto referente a cada Oferta Subsequente, elaborado em observância ao Prospecto Modelo previamente aprovados por essa CVM por ocasião do registro do de Infraestrutura que venha a ser constituído em observância ao Fundo Modelo, esteja disponível aos quotistas e aos investidores em geral no Endereço Eletrônico do Fundo e nos endereços eletrônicos dos Agentes Autorizados, dessa CVM e da BM&FBOVESPA na rede mundial de computadores.

c) *Obrigatoriedade de manutenção e atualização periódica do Endereço Eletrônico do Fundo:* Para informações sobre o Endereço Eletrônico do Fundo, vide item II.1.(b) acima.

d) *Possibilidade de contratação de formador de mercado para as Quotas:* Para informações sobre os termos e condições para contratação de formadores de mercado, vide item II.1.(c) acima.

II.3. Dispensa parcial quanto ao critério de cálculo do preço de emissão e integralização das Quotas (possibilidade de cálculo com base em valor de mercado)

O artigo 14 da Instrução CVM 409/04 estabelece que, na emissão e integralização das quotas dos fundos de investimento regidos pela Instrução CVM 409/04, deve ser utilizado o valor da quota do dia ou do dia seguinte ao da efetiva disponibilidade, pelo administrador ou intermediário, dos recursos investidos. Adicionalmente, o artigo 95, §2º, I, da Instrução CVM 409/04, combinado com o artigo 10, §3º, possibilita aos fundos de investimento classificados como "Renda Fixa" estabelecer que o valor da quota do dia para fins de emissão e integralização seja calculado a partir do patrimônio líquido do dia anterior, devidamente atualizado por 1 (um) dia.

O Fundo Modelo estabelece que o preço de emissão e integralização das Quotas da primeira emissão será correspondente a R\$1.000,00 (mil reais) na data da primeira integralização e, após referida data, o preço de emissão e integralização de quaisquer Quotas (inclusive Quotas Adicionais), será equivalente ao maior valor entre: (a) o valor da Quota do dia da respectiva integralização, calculado nos termos admitidos pelo artigo 95, §2º, I, da Instrução CVM 409/04; e (b) o valor de mercado da Quota, correspondente à média simples do preço de negociação das Quotas no MEGABOLSA no fechamento dos 30 (trinta) dias corridos anteriores à respectiva data de integralização, observado que, até o momento em que as Quotas sejam efetivamente negociadas durante o prazo indicado na alínea (b) acima, no mínimo, o preço de emissão e

Rio de Janeiro

Av. República da Cuba, 230 13º andar
20931-170 Rio de Janeiro RJ Brasil
+ 55 21 3914 3800 Fax 21 3814 3900

www.anbima.com.br

São Paulo

Av. dos Naveantes, 1416, 8º andar
05425-070 São Paulo SP Brasil
+ 55 11 3471 4700 Fax 11 3471 4750



integralização de quaisquer Quotas (inclusive Quotas Adicionais) deverá ser necessariamente calculado de acordo com o critério previsto na alínea (a).

Motivação do Pedido de Dispensa

Apesar da Instrução CVM 409/04 prever que o preço de emissão e integralização pode corresponder ao valor patrimonial da Quota do dia da respectiva integralização (calculado nos termos admitidos pelo artigo 95, §2º, I, da Instrução CVM 409/04), o valor de mercado da Quota pode ser o critério mais justo para determinação do preço de emissão e integralização caso o valor de mercado seja superior ao valor patrimonial (na medida em que as Quotas serão admitidas para negociação no MEGABOLSA, e considerando que é esperado o desenvolvimento de um mercado líquido para quotas de Fundos de Infraestrutura no Brasil).

Ainda, tendo em vista que os Fundos de Infraestrutura que venham a ser constituídos e registrados em observância ao Fundo Modelo poderão contar com Patrimônio Autorizado e, nesse sentido, realizar emissões de Quotas Adicionais sem a necessidade de aprovação pela assembleia geral de quotistas, é fundamental para proteção dos então atuais quotistas que: (i) as Quotas Adicionais tenham as mesmas características essenciais e façam jus aos mesmos direitos garantidos às Quotas já emitidas e em circulação, as quais devem ser claras e predefinidas; e (ii) os critérios para determinação do preço de emissão e integralização das Quotas Adicionais garantam proteção contra diluição econômica dos então atuais quotistas (que não participarão da decisão das novas captações).

Ou seja, o uso de dois critérios objetivos para cálculo do preço de emissão e integralização, conforme descritos acima (dos dois, o maior), foi estabelecido com o objetivo de assegurar proteção aos quotistas.

Nesse sentido, considerando (i) que, o uso de dois critérios objetivos para cálculo do preço de emissão e integralização, conforme descritos acima (dos dois, o maior), foi estabelecido com o objetivo de assegurar proteção contra diluição econômica dos quotistas; e (ii) os argumentos favoráveis à Dispensa apresentados no parágrafo abaixo, solicitamos dispensa parcial com relação ao cumprimento do disposto no artigo 14, combinado com o artigo 95, §2º, I, ambos da Instrução CVM 409/04, de forma a permitir que o Fundo Modelo adote como um dos critérios para cálculo do preço de emissão e integralização de quaisquer Quotas (após a primeira data de integralização), além do valor da Quota do dia da respectiva integralização, calculado nos termos

Rio de Janeiro

Av. Brasileira do Chile, 236 13º andar
20021-140 Rio de Janeiro RJ Brasil
+ 55 21 3814 3800 Fax 21 3814 3560

www.anbima.com.br

São Paulo

Av. das Nações Unidas, 8.501 21º andar
05425-070 São Paulo SP Brasil
+ 55 11 3471 4260 Fax 11 3471 4730

ANBIMA

admitidos pelo artigo 95, §2º, I, da Instrução CVM 409/04, o valor de mercado da Quota, correspondente à média simples do preço de negociação das Quotas no MEGABOLSA no fechamento dos 30 (trinta) dias corridos anteriores à respectiva data de integralização, o que for maior (observado que, até o momento em que as Quotas sejam efetivamente negociadas durante o prazo de 30 (trinta) dias indicado na alínea (b) acima, no mínimo, o preço de emissão e integralização de quaisquer Quotas deverá ser necessariamente calculado de acordo com o valor da Quota do dia da respectiva integralização).

Argumentos Favoráveis à Dispensa

A possibilidade de utilização do valor de mercado da Quota como um dos critérios para cálculo do preço de emissão e integralização de quaisquer Quotas (inclusive Quotas Adicionais), conforme descrito acima, não representará qualquer prejuízo aos quotistas dos Fundos de Infraestrutura que venham a ser constituídos e registrados em observância ao Fundo Modelo, tampouco aos investidores em geral. Pelo contrário, essa possibilidade foi estabelecida com o objetivo de assegurar proteção contra diluição econômica dos quotistas já ingressos nos respectivos Fundos de Infraestrutura, vez que as Quotas serão listadas no MEGABOLSA.

11.4. Dispensa parcial quanto às despesas que podem ser incorridas e pagas pelo Fundo Modelo, possibilitando a inclusão de outras despesas além daquelas as previstas na Instrução CVM 409

Os artigos 99 e 100 da Instrução CVM 409/04 estabelecem uma lista taxativa de despesas e encargos que podem ser incorridos e pagos pelos fundos de investimentos regulados pela Instrução CVM 409/04, de forma que quaisquer outras despesas ou encargos não previstos devem ser arcados pelos respectivos administradores.

Motivação do Pedido de Dispensa

Em virtude de sua estrutura e especialmente considerando a natureza e as características dos Ativos de Infraestrutura, o Fundo Modelo, em diversos aspectos, aproxima-se dos fundos estruturados regulados por regulamentação específica, tais como os Fundos de Investimento em Participações e os Fundos de Investimento Imobiliário ("Fundos Estruturados"). Nesse sentido, o funcionamento do Fundo Modelo de acordo com as premissas descritas acima pressupõe a contratação de serviços especializados, bem como despesas e encargos inerentes à sua

Rio de Janeiro

Av. República do Chile, 230 13º andar
25031-170 Rio de Janeiro RJ Brasil
+ 55 21 2814 3800 Fax 21 3814 4360

www.anbima.com.br

São Paulo

Av. dos Lagos, 1000, 8.505 7º andar
05425-073 São Paulo SP Brasil
+ 55 11 3471-4200 Fax 11 3471-4230

operacionalização que não são tão comuns e necessários aos fundos de investimento regulados pela Instrução CVM 409/04.

Cabe lembrar que a regulamentação aplicável aos Fundos Estruturados admite que despesas e encargos extraordinários, não previstos na regulamentação e/ou nos regulamentos, sejam incorridos e pagos pelos Fundos Estruturados mediante aprovação pelos respectivos quotistas reunidos em assembleia geral. Nesse sentido, a regulamentação aplicável aos Fundos Estruturados está mais preparada para acomodar demandas específicas desses produtos, considerando as particularidades dos ativos em que investem.

Além das despesas e encargos originalmente previstos no artigo 99 da Instrução CVM 409/04, o Fundo Modelo permite a contratação de formadores de mercado a expensas do Fundo Modelo. Adicionalmente, as seguintes despesas poderão ser incorridas e pagas por cada Fundo de Infraestrutura que venha a ser constituído e registrado em observância ao Fundo Modelo, desde que expressamente previstas no respectivo regulamento e aprovadas pela assembleia geral: (i) despesas inerentes à constituição, fusão, incorporação, cisão, transformação ou liquidação do fundo e à realização das respectivas assembleias gerais; (ii) despesas relacionadas com a distribuição pública primária das quotas e ao registro para negociação em bolsa de valores; (iii) despesas relacionadas com a contratação de terceiros para prestar serviços legais, fiscais, contábeis e de consultoria especializada; (iv) despesas relacionadas com a contratação de agência de classificação de risco; e (v) despesas previstas nos regulamentos dos respectivos fundos investidos.

Nesse sentido, considerando (i) que o funcionamento do Fundo Modelo pressupõe a contratação de serviços especializados, bem como despesas e encargos inerentes à sua operacionalização que não são tão comuns e necessários aos fundos de investimento regulados pela Instrução CVM 409/04; (ii) que o Fundo Modelo, em diversos aspectos, aproxima-se dos fundos estruturados regulados por regulamentação específica, tais como os Fundos Estruturados; (iii) que a regulamentação aplicável aos Fundos Estruturados admite que despesas e encargos extraordinários, não previstos na regulamentação aplicável e/ou nos regulamentos, sejam incorridos e pagos pelos Fundos Estruturados mediante aprovação pelos respectivos quotistas reunidos em assembleia geral; e (iv) os argumentos favoráveis à Dispensa apresentados abaixo, solicitamos dispensa quanto ao cumprimento do disposto no artigo 100 da Instrução CVM 409/04, de forma a possibilitar que despesas relacionadas à contratação de formadores de mercado para as Quotas sejam consideradas como encargos do Fundo Modelo, bem como a

Rio de Janeiro

Av. República do Chile, 230 11º andar
20051-170 Rio de Janeiro RJ Brasil
+ 55 21 3814 3600 Fax 21 3814 3960

www.anbima.com.br

São Paulo

Av. das Nações Unidas, 8.500 21º andar
05425-970 São Paulo SP Brasil
+ 55 11 3471 6200 Fax 11 3471 4230



ANBIMA

previsão de lista taxativa de despesas extraordinárias que poderão ser incorridas e pagas pelo Fundo Modelo, desde que mediante aprovação pelos quotistas reunidos em assembleia geral.

Argumentos Favoráveis à Dispensa

A eventual contratação do formador de mercado representará benefício aos quotistas dos Fundos de Infraestrutura que venham a ser constituídos e registrados em observância ao Fundo Modelo, na medida em que contribuirá para desenvolvimento de um mercado mais líquido para quotas de Fundos de Infraestrutura no Brasil. Adicionalmente, cabe lembrar que a cobrança das despesas extraordinárias constantes da lista taxativa referida acima não representará prejuízo aos quotistas, na medida em que, apesar de previstas no Regulamento Modelo (e, portanto, no regulamento de cada Fundo de Infraestrutura que venha a ser constituído e registrado em observância ao Fundo Modelo), também serão submetidas à aprovação da assembleia geral de quotistas.

II.5. Dispensa quanto ao envio de extrato mensal aos quotistas e quanto ao envio de correspondência a todos os quotistas na ocorrência de ato ou fato relevante

O artigo 68, II, da Instrução CVM 409/04 estabelece como obrigação do administrador, dentre outras, remeter mensalmente aos quotistas extrato de conta contendo (i) nome do fundo e o número de seu registro no CNPJ/MF; (ii) nome, endereço e número de registro do administrador no CNPJ/MF; (iii) nome do quotista; (iv) saldo e valor das quotas no início e no final do período e a movimentação ocorrida ao longo do mesmo; (v) rentabilidade do fundo auferida entre o último dia útil do mês anterior e o último dia útil do mês de referência do extrato; (vi) data de emissão do extrato da conta; e (vii) o telefone, o correio eletrônico e o endereço para correspondência do serviço de atendimento ao quotista.

Adicionalmente, nos termos do artigo 72 da Instrução CVM 409/04, o administrador é obrigado a divulgar imediatamente, por correspondência a todos os quotistas, qualquer ato ou fato relevante ocorrido ou relacionado ao funcionamento do fundo ou aos ativos financeiros integrantes de sua carteira.

Rio de Janeiro

Av. República do Chile, 230 13º andar
20031-170 Rio de Janeiro RJ Brasil
+ 55 21 3414 4200 Fax 21 3614 3960

www.anbima.com.br

São Paulo

Av. das Nações Unidas, 8.661 25º andar
01425-020 São Paulo SP Brasil
+ 55 11 3411 4200 Fax 11 3421 4230

Motivação do Pedido de Dispensa

Tendo em vista que as Quotas serão admitidas para negociação no MEGABOLSA, com o objetivo principal de promover o crescimento e o desenvolvimento de um mercado líquido para negociação das Quotas, as transferências de titularidade das Quotas em razão das negociações operacionalizadas no MEGABOLSA inviabilizam o cumprimento, pelo administrador, das obrigações de que tratam os artigos 68, II, e 72 da Instrução CVM 409/04.

Em virtude do exposto acima, o Fundo Modelo estabelece que o envio do extrato mensal de que trata o artigo 68, II, da Instrução CVM 409/04, bem como da correspondência sobre atos e fatos relevantes relativos ao Fundo Modelo, nos termos do artigo 72 da Instrução CVM 409/04, serão substituídos pela divulgação das mesmas informações no Endereço Eletrônico do Fundo.

Nesse sentido, considerando (i) que as Quotas serão admitidas para negociação no MEGABOLSA; (ii) a impossibilidade operacional de cumprimento, pelo administrador, das obrigações de que tratam os artigos 68, II, e 72 da Instrução CVM 409/04; e (iii) os argumentos favoráveis à Dispensa apresentados no parágrafo abaixo, solicitamos dispensa parcial com relação ao cumprimento das obrigações de que tratam os artigos 68, II, e 72 da Instrução CVM 409/04, de forma que as informações referidas em tais dispositivos não sejam enviadas individualmente a cada quotista, mas divulgadas amplamente a todos os quotistas e investidores em geral por meio do Endereço Eletrônico do Fundo.

Argumentos Favoráveis à Dispensa

Os quotistas dos Fundos de Infraestrutura que venham a ser constituídos e registrados em observância ao Fundo Modelo não serão de forma alguma prejudicados em razão de eventual autorização dessa CVM com relação ao pedido de Dispensa descrito neste item II.5., tendo em vista que todas as informações referidas no artigo 68, II, e no artigo 72, ambos da Instrução CVM 409/04, serão divulgadas por meio do Endereço Eletrônico do Fundo, conforme periodicidade prevista na Instrução CVM 409/04.

Rio de Janeiro

Av. República do Chile, 235 13º andar
20031-170 Rio de Janeiro RJ Brasil
☎ 55 21 3814 3800 Fax 21 3814 3960

www.anbima.com.br

São Paulo

Av. dos Campos Elísios, 8 301 21º andar
05425-020 São Paulo SP Brasil
☎ 55 11 3675 4250 Fax 11 3421 4230



II.6. Confirmação do entendimento dessa CVM sobre a desnecessidade de obtenção de termo de adesão ao regulamento e ciência de risco e de termo de ciência de risco de crédito em negociações realizadas em ambiente de bolsa

O artigo 12 da Instrução CVM 409/04 estabelece como obrigação do administrador, nas operações de transferências de quotas no mercado secundário, a verificação do atendimento das formalidades estabelecidas nos regulamentos dos fundos de investimento e na Instrução CVM 409/04, as quais incluem, sem limitação, a obtenção de termo de adesão ao regulamento e termo de ciência de risco de crédito devidamente assinados pelos novos investidores.

Ocorre que, tendo em vista que as Quotas serão admitidas para negociação no MEGABOLSA, as transferências de titularidade das Quotas em razão das negociações operacionalizadas no MEGABOLSA inviabilizam o cumprimento, pelo administrador e intermediários, da obrigação de que trata o artigo 12 da Instrução CVM 409/04, especialmente no que se refere à obtenção dos Termos de Adesão Modelo e Termos de Ciência de Risco de Crédito Modelo devidamente assinados pelos novos investidores.

Em virtude do exposto acima, solicitamos a confirmação de V.Sas. quanto à desnecessidade de obtenção, pelo administrador de fundo e/ou pelo intermediário, em se tratando de operações conduzidas no mercado secundário, de termo de adesão ao regulamento e ciência de risco e de termo de ciência de risco de crédito assinados pelos novos investidores.

III. Outras Informações

Aproveitamos a oportunidade para solicitar a V.Sas. que todas as correspondências, ofícios e exigências que venham a ser expedidos por esta D. CVM e que sejam relativos a este processo sejam encaminhados a:

ANBIMA – Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais

At.: Sr. Ricardo Augusto Mizukawa

Presidente do Comitê de Fundos de Investimento em Direitos Creditórios – FIDC

Tel.: (11) 2178-6715

Fax: (11) 2178-6915

E-mail: mizukawa@bram.bradesco.com.br / erika.lacreta@anbima.com.br

Rio de Janeiro

Av. República do Chile, 230 13º andar
20031-170 Rio de Janeiro RJ Brasil
- 55 21 2614-3800 Fax 21 3614-3960

www.anbima.com.br

25

São Paulo

Av. das Nações Unidas, 8.501 21º andar
05425-070 São Paulo SP Brasil
- 55 11 3471-4260 Fax 11 3471-4250



Por oportuno, autorizamos o assessor legal abaixo indicado a acompanhar o processo de autorização e aprovação da estrutura do Fundo Modelo perante esta D. CVM, inclusive para receber e encaminhar, em conjunto com a ANBIMA, toda e qualquer informação, documento ou correspondência relativa ao assunto em questão:

Mattos Filho, Veiga Filho, Marrey Jr. e Quiróga Advogados

Alameda Joaquim Eugênio de Lima, n.º 447

São Paulo – SP

At.: Marina Procknor / Ana Carolina Nomura

Tel.: (11) 3147-7822 / 3147-7823

Fax: (11) 3147-7770

E-mail: marina@mattosfilho.com.br / cnomura@mattosfilho.com.br

IV. Conclusão

Com fundamento em todo o exposto acima, a ANBIMA, na qualidade de representante de seus membros, participantes da indústria brasileira de fundos de investimento, vem respeitosamente solicitar que o Fundo Modelo e os Documentos Modelos sejam submetidos à apreciação das Áreas Técnicas e, após cumprimento das exigências apresentadas, os pedidos de Dispensa sejam encaminhados pelas Áreas Técnicas para apreciação pelo Colegiado dessa CVM. Adicionalmente, reiteramos que o objetivo pretendido é que as Dispensas, conforme aprovadas pelo Colegiado dessa CVM, sejam divulgadas ao mercado na forma determinada por essa CVM e possam beneficiar a todos os administradores de fundos de investimento que desejem constituir e registrar um Fundo de Infraestrutura, desde que referido Fundo de Infraestrutura seja estruturado em estrita observância ao Fundo Modelo e aos Documentos Modelo aprovados por essa D. CVM.

Sendo o que nos cumpria para o momento, permanecemos à disposição para quaisquer esclarecimentos que se fizerem necessários.

Atenciosamente,

Rio de Janeiro

Av. República do Chile, 730 13º andar
21051-170 Rua do Brasil RJ Brasil
+ 55 21 3814 3890 Fax 21 3814 3960

www.anbima.com.br

São Paulo

Av. das Nações Unidas, 8.501 21º andar
05425-020 São Paulo SP Brasil
+ 55 11 3471 4200 Fax 11 3471 4230

Associação Brasileira das Entidades
dos Mercados Financeiro e de Capitais



*(Página de Assinatura dos Pedidos de Análise e Aprovação de Documentação Padrão
aplicável aos Fundos de Investimento Renda Fixa Infraestrutura – Crédito Privado)*

**ANBIMA – ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DAS ENTIDADES DOS MERCADOS
FINANCEIRO E DE CAPITAIS**

A handwritten signature in black ink, appearing to read 'Ricardo Augusto Mizukawa', written over a horizontal line.

Nome: Ricardo Augusto Mizukawa

Cargo: Presidente do Comitê de Fundos de Investimento em Direitos Creditórios – FIDC

Rio de Janeiro

Av. República do Chile, 230 15º andar
20031-170 Rio de Janeiro RJ Brasil
+ 55 21 3814 3800 Fax 21 3814 3900

www.anbima.com.br

São Paulo

Av. das Nações Unidas, 8.591 21º andar
05425-070 São Paulo SP Brasil
+ 05 11 3471 4200 Fax 11 3471 4230

1



Pleito enviado a

Sergio Odilon dos Anjos
Chefe do Departamento de Normas do Sistema Financeiro – Banco Central do Brasil

Data: 06/05/2013

Assunto

Considerações sobre a Resolução CMN nº 2.933/2002

São Paulo, 6 de maio de 2013

OF. DIR - 013/13

Ilmo. Sr.
Sergio Odilon dos Anjos
Departamento de Normas do Sistema Financeiro – Denor
Banco Central do Brasil

Ref.: **Considerações sobre a Resolução CMN nº 2.933/2002**

Referimo-nos às operações de derivativos de crédito, realizadas ao amparo da Resolução nº 2.933, do Conselho Monetário Nacional, de 18 de fevereiro de 2002, que autoriza que tais operações sejam executadas por instituições financeiras e demais autorizadas a funcionar pelo Banco Central. Conforme disposto na Resolução, as referidas instituições podem celebrar contratos em que as partes negociam o risco de crédito de operações, sem implicar, no ato da contratação, a transferência do ativo subjacente.

Diante do exposto acima, apresentamos as considerações a seguir.

1. Sugestão de aprimoramento na Resolução CMN nº 2.933/2002

Aproximadamente 11 anos após a edição da norma, as operações de derivativo de crédito são realizadas apenas de forma esporádica, sem atingir um relevante grau de liquidez, no qual haja preços disponíveis e contrapartes atuantes de forma regular. Essa situação é limitante dos benefícios comumente associados à introdução e difusão desses instrumentos financeiros, tais como a alocação mais eficiente dos riscos dentro dos mercados financeiros, a facilitação do processo de descoberta de preços (*price discovery*), a ampliação da substitutibilidade entre os ativos e, em especial, a ampliação da liquidez dos mercados de ativos subjacentes¹.

No caso do último item, vale destacar que a experiência internacional – e a própria experiência brasileira para mercados de ações e de câmbio – é demonstrativa da importância do mercado de derivativos para o aumento da liquidez no mercado do ativo subjacente: em diversos subsegmentos, a profundidade daquele supera largamente a profundidade deste último, com efeitos (*spillovers*) positivos sobre a liquidez de mercado. A literatura acadêmica sobre o tema menciona diversos casos em que a introdução e negociação de derivativos contribuiu para o aprofundamento dos mercados de ativos subjacentes. Ressaltar esse aspecto é particularmente relevante no caso brasileiro, haja vista o debate sobre a liquidez do mercado secundário de crédito e a constante busca por um ambiente favorável à maior negociação de títulos e valores mobiliários.

¹ Committee on the Global Financial System, “Hannoun Report”. Disponível em: <http://www.bis.org/publ/ecsc04.pdf>.

Rio de Janeiro

Avenida República do Chile, 230 13º andar
20031-170 Rio de Janeiro RJ Brasil
+ 55 21 3814 3800 Fax 21 3814 3880/3960

www.anbima.com.br

São Paulo

Av. das Nações Unidas, 8501 11º e 21º andares
05425-070 São Paulo SP Brasil
+ 55 11 3032 3838 | 3471 4200 Fax 11 3034 1903 | 3471 4230

Assim, reiteramos que o mercado de derivativos de crédito, tendo em conta seu potencial impacto sobre a liquidez dos ativos subjacentes, pode contribuir sobremaneira ao desenvolvimento sólido do sistema financeiro brasileiro. Por tal razão, consideramos apropriado discutir aprimoramentos na regulamentação do mercado de derivativos de crédito, visando incentivar este segmento.

Em especial, referimo-nos ao artigo 2º da Resolução nº 2.933, que limita a negociação de derivativos de crédito àqueles cujos ativos subjacentes sejam detidos pela contraparte transferidora ou “regularmente negociados” em mercados organizados, com formação de preços passível de verificação”. Tal limitação impõe restrições relevantes ao desenvolvimento desse mercado, pois o número de ativos passíveis de serem qualificados como “regularmente negociados” é bastante reduzido. O principal título corporativo do mercado local - as debêntures, por exemplo, não são negociadas diariamente e, mesmo aquelas consideradas mais líquidas, podem não ser negociadas por dias, não lhes sendo aplicável, portanto, o conceito de “regularmente negociadas”.

Dessa forma, solicitamos a possibilidade de alteração na condição contida no dispositivo supracitado, nos casos em que a contraparte transferidora não detém o ativo subjacente, admitindo-se a negociação de derivativos de crédito em que o risco de crédito do ativo subjacente tenha como referência empresas e instituições financeiras que tenham emitido ativos passíveis de negociação em Bolsa de Valores ou em mercado de balcão.

Entendemos que essa flexibilização permitirá uma ampliação do universo de ativos subjacentes admitidos, relativamente ao reduzido grupo daqueles considerados “regularmente negociados”. Isso deverá constituir estímulo para o segmento, atuando de forma a dar impulso a esse importante mercado, que permanece incipiente no Brasil. Ao restringir os ativos àqueles passíveis de negociação nos ambientes mencionados acima, por sua vez, garantem-se condições adequadas de precificação do risco de crédito dessas empresas, à medida que este está refletido nos demais ativos por elas emitidos, cujos movimentos de preço servem de referência para validar a precificação dos derivativos. Por fim, relembramos que os benefícios derivados dessa flexibilização são passíveis de se estender a outros segmentos do sistema financeiro – por exemplo, o mencionado mercado de debêntures –, contribuindo para o aumento de sua liquidez.

2. Consulta sobre a Resolução CMN nº 2.933/2002

O artigo 1º da referida Resolução faculta às instituições financeiras e demais autorizadas a funcionar pelo Banco Central do Brasil (BCB) a realização de operações de derivativos de crédito, permitindo-lhes celebrar contratos em que as partes negociam o risco de crédito de operações, sem implicar, no ato da contratação, a transferência do ativo subjacente às referidas operações.

Já o § 1º do art. 1º da Resolução elenca as instituições que podem atuar na qualidade de contraparte receptora do risco de crédito, quais sejam, os bancos múltiplos, comerciais e de investimento, a Caixa

Rio de Janeiro

Avenida República do Chile, 230 13º andar
20031-170 Rio de Janeiro RJ Brasil
+ 55 21 3814 3800 Fax 21 3814 3880/3960

www.anbima.com.br

São Paulo

Av. das Nações Unidas, 8501 11º e 21º andares
05425-070 São Paulo SP Brasil
+ 55 11 3032 3838 | 3471 4200 Fax 11 3034 1903 | 3471 4230

Econômica Federal, as sociedades de crédito, financiamento e investimento, as sociedades de crédito imobiliário e as sociedades de arrendamento mercantil.

A Resolução em questão, entretanto, não dispõe sobre a extensão de sua aplicação aos demais participantes do sistema financeiro que não são regulados pelo BCB, tais como fundos de investimento, entidades de previdência e companhias seguradoras.

Como a definição das contrapartes receptoras do risco de crédito está subordinada ao artigo 1º, solicitamos esclarecer se a norma pode ser interpretada como uma permissão, ou seja, se é facultado às instituições financeiras e demais autorizadas a funcionar pelo BCB vender proteção, sendo a norma silente quanto a de quem as instituições reguladas pelo BCB podem comprar proteção. Dessa forma, seria permitida a compra de proteção de demais entes, desde que a regulamentação aplicável a estes permita a venda de proteção.

Nesse sentido, cabe ressaltar a importância da participação dos fundos de investimento, entidades de previdência e companhias seguradoras para o crescimento do mercado de derivativos de crédito no Brasil, tendo em vista que a compra de proteção está concentrada nessas entidades, que são parte relevante dos compradores dos próprios ativos subjacentes de tais derivativos (créditos privados).

Estas são as considerações apresentadas no momento, que não pretendem esgotar o assunto.

Estamos à disposição para aprofundar as discussões sobre o tema e fornecer qualquer esclarecimento adicional que se fizer necessário.

Atenciosamente,

Angela Zago

Presidente do Comitê de Produtos de Tesouraria

ANBIMA – Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais

Rio de Janeiro

Avenida República do Chile, 230 13º andar
20031-170 Rio de Janeiro RJ Brasil
+ 55 21 3814 3800 Fax 21 3814 3880/3960

www.anbima.com.br

São Paulo

Av. das Nações Unidas, 8501 11º e 21º andares
05425-070 São Paulo SP Brasil
+ 55 11 3032 3838 | 3471 4200 Fax 11 3034 1903 | 3471 4230



Pleito enviado a

Geraldo Magela Siqueira
Secretário Executivo – Banco Central do Brasil

Data: 06/11/2014

Assunto

Propostas para fomentar a liquidez dos títulos privados de renda fixa de longo prazo

São Paulo, 6 de novembro de 2014.

OF.DIR. 037/14

Ilmo. Sr.

Secretário Executivo do Banco Central do Brasil

Geraldo Magela Siqueira

Ref.: Propostas para fomentar a liquidez dos títulos privados de renda fixa de longo prazo

A ANBIMA ratificou em seu Planejamento Estratégico para o biênio 2014-2015 o compromisso de *Fortalecer o Mercado de Capitais*, com foco nos seguintes objetivos:

- *Aumento das emissões e de emissores de títulos e valores mobiliários de renda fixa com características de longo prazo*, essencial para o financiamento dos investimentos;
- *Ampliação da liquidez no mercado secundário desses ativos*, com estímulo à maior participação de intermediários financeiros e à atuação de formadores de mercado, visando assegurar maior conforto para o investidor se posicionar em ativos com prazos mais longos;
- *Aumento da transparência*, com estímulo à padronização dos ativos, realização de operações por meio de plataformas eletrônicas e oferta de preços para uma gama maior de ativos, de forma que o aumento dos negócios se dê em uma base segura e consistente; e
- *Ampliação da base de investidores*, com a inclusão de agentes não habituais no segmento de renda fixa do mercado de capitais local, entre os quais estrangeiros e pessoas físicas residentes, e o fortalecimento da participação dos institucionais, como os fundos de investimento e entidades de previdência. O objetivo é incentivar a pulverização e a maior diversificação da demanda, com a inclusão de agentes mais atuantes no secundário, potenciais indutores de aperfeiçoamentos na infraestrutura de mercado e no ambiente de negócios.

A ANBIMA considera que o alcance desses objetivos e, conseqüentemente, o fortalecimento do mercado de valores mobiliários de renda fixa estão intrinsecamente relacionados à ampliação dos

Rio de Janeiro

Avenida República do Chile, 230 13º andar
20031-170 Rio de Janeiro RJ Brasil
+ 55 21 3814 3800 Fax 21 3814 3880/3960

www.anbima.com.br

São Paulo

Av. das Nações Unidas, 8501 11º e 21º andares
05425-070 São Paulo SP Brasil
+ 55 11 3032 3838 | 3471 4200 Fax 11 3034 1903 | 3471 4230

negócios no segmento. A liquidez, por sua vez, requererá, além da redução das assimetrias tributárias, o desenvolvimento de infraestrutura adequada para a realização de operações que permitam aos detentores dos ativos um melhor gerenciamento do seu risco de crédito e a criação de estratégias que potencializem os ganhos dos ativos em carteira, em especial os de longo prazo.

Prioritariamente, destacamos a necessidade de se criar no país um ambiente propício à realização de operações compromissadas com lastro em títulos privados de renda fixa e de empréstimos desses ativos, bem como do desenvolvimento de um mercado de derivativos de crédito, o que implicará o aperfeiçoamento do aparato regulatório e/ou da infraestrutura disponível.

Mercado de dívida corporativa no Brasil possui baixa liquidez

A análise da evolução dos negócios no mercado de dívida corporativa brasileira (mais especificamente, debêntures) desde 2007 nos indica que a liquidez desses ativos não apenas é muito baixa relativamente ao segmento de títulos públicos federais no país, mas piorou significativamente, a despeito do estoque ter quadruplicado no período. A comparação com o mercado norte-americano de dívida corporativa, que aqui utilizamos como parâmetro de mercado desenvolvido, seguiu na mesma direção, o que nos alerta para a necessidade de estimular a liquidez do mercado secundário de debêntures, uma importante fonte de financiamento de empresas no Brasil.

De acordo com dados do site www.debentures.com.br, excluindo-se emissões de empresas de *leasing*, o volume negociado de debêntures foi de R\$ 43 bilhões em 2013, para um estoque de ativos de R\$ 222 bilhões, o que representa um giro de 19% no período. A liquidez das debêntures se mostra ainda menos expressiva quando consideramos apenas as operações realizadas entre instituições que não pertencem ao mesmo grupo econômico (extragrupo). Nesse segmento, o volume negociado e o giro caem para R\$ 9,3 bilhões e 4%, respectivamente. Os dados são extraídos do REUNE e representam 80% das operações realizadas em mercado.

O dinamismo do mercado brasileiro de dívida corporativa está bastante aquém do mercado norte-americano, que negociou cerca de US\$ 6 trilhões em 2013, para um estoque de US\$ 9,6 trilhões, o equivalente a um giro de quase 65% no ano. Mesmo em relação ao mercado doméstico de títulos públicos federais, a liquidez do mercado de dívida privada é muito baixa. Em 2013, o volume negociado no mercado de dívida pública, no segmento extragrupo, foi de R\$ 3 trilhões, em um estoque de R\$ 2 trilhões, equivalente a um giro de 151%, que, ao contrário do observado no segmento corporativo, tem se mostrado crescente nos últimos anos. O giro é ainda mais alto no caso

Rio de Janeiro

Avenida República do Chile, 230 13º andar
20031-170 Rio de Janeiro RJ Brasil
+ 55 21 3814 3800 Fax 21 3814 3880/3960

www.anbima.com.br

São Paulo

Av. das Nações Unidas, 8501 11º e 21º andares
05425-070 São Paulo SP Brasil
+ 55 11 3032 3838 | 3471 4200 Fax 11 3034 1903 | 3471 4230

de títulos de maior *duration*, chegando a 177% e 200% do estoque no caso dos indexados ao IPCA e remunerados a taxas prefixadas, respectivamente. A correlação positiva da liquidez com o pagamento de remuneração com alguma parcela prefixada é observada também nas negociações com títulos privados, já que mais de 50% dos negócios extragrupo em 2013 envolveram ativos indexados ao IPCA. Logo, essa característica pode ser identificada como um dos parâmetros que facilitam a liquidez.

Iniciativas para o estímulo ao mercado secundário de dívida privada

► Mercado aberto com lastro em títulos privados

De forma semelhante ao já observado nas principais economias do mundo, a ANBIMA sugere que, para encorajar os agentes a demandarem títulos privados de renda fixa com *duration* elevada, seja facultado ao Banco Central do Brasil aceitar os respectivos títulos como lastro nas operações compromissadas (mercado aberto) realizadas com o mercado, com *haircut* definido com base na avaliação de risco atribuída ao título.

Entre os principais benefícios esperados estão a oferta de referência de preço e a redução do custo de financiamento dos ativos lastro, que estimulam a subscrição desses ativos, atraindo novos participantes, bem como a sua negociação no secundário, que, em última instância, favorece a atuação de instituições financeiras como formadores de mercado em emissões de títulos privados. Note-se que um importante critério para avaliar um ativo como líquido – ou seja, passível de ser financiado com captações de curto prazo e a baixo custo – é a capacidade de transformá-lo em caixa tempestivamente, através de um mercado secundário ou de compromissadas com o ativo.

A utilização de títulos privados de renda fixa como lastro de operações de liquidez efetuadas por Bancos Centrais não chega a ser novidade no Brasil, e muito menos em economias desenvolvidas. Embora não se tenha registro de alguma operação efetiva, a Resolução nº 2.949/02 prevê a utilização de títulos e valores mobiliários, de créditos e de direitos creditórios de instituições titulares de conta Reservas Bancárias como lastro em operações de redesconto/compromissadas, de prazos de até noventa dias.

Rio de Janeiro

Avenida República do Chile, 230 13º andar
20031-170 Rio de Janeiro RJ Brasil
+ 55 21 3814 3800 Fax 21 3814 3880/3960

www.anbima.com.br

São Paulo

Av. das Nações Unidas, 8501 11º e 21º andares
05425-070 São Paulo SP Brasil
+ 55 11 3032 3838 | 3471 4200 Fax 11 3034 1903 | 3471 4230

Em âmbito internacional, e ainda que motivado pela necessidade de assegurar liquidez às instituições financeiras no período pós crise financeira¹, é possível observar que Bancos Centrais ao redor do mundo, entre os quais os dos Estados Unidos, Canadá, México, Inglaterra, Europa, Suécia, Suíça, Austrália, Índia, Japão, Singapura e Coreia, modificaram suas estruturas de colaterais nos últimos sete anos em graus variados explicitando diferentes conformações, seja no que se refere aos tipos de ativos elegíveis, linhas de liquidez, políticas de *haircut* ou a gestão de colateral.

De acordo com o relatório *Central Bank Collateral Frameworks and Practices*, publicado pelo BIS em março de 2013, as estruturas de colateral tornaram-se mais amplas que em meados de 2007, com os Bancos Centrais (exceção para Índia e Singapura) passando a aceitar mais tipos de ativos, inclusive, em alguns casos, colaterais transfronteiriços (emitidos em outro país ou em outra moeda). Em alguns países, os Bancos Centrais utilizam um mesmo conjunto de colaterais para diferentes operações de empréstimo ou assistência de liquidez, caso da Austrália, Europa, Japão, Suécia e Suíça, enquanto em outros, como Canadá, Coreia, México, Inglaterra e EUA, usam um conjunto restrito de lastro para um determinado tipo de assistência de liquidez (ex: OMO²) e uma gama ampla para outra (ex: SF³). De modo geral, jurisdições que aceitam um mesmo conjunto de colaterais para as várias operações de liquidez, como o primeiro grupo, tendem a ter que constituir um espectro de colaterais amplo o suficiente para acomodar contrapartes com diferentes portes, modelos de negócio e país de domicílio (sistema europeu).

Note-se que a caracterização da cesta pode mudar conforme o requerimento – tipo de emissor, moeda e risco de crédito. O Banco Central suíço, por exemplo, é amplo em termos de tipo de emissor e moeda, mas restrito quanto à avaliação de risco, uma vez que só aceita títulos com muito bom risco de crédito. De qualquer forma, os princípios subjacentes às estruturas de colaterais tendem a ser similares – preferência por ativos com baixo risco de crédito e de mercado (preço), ativos líquidos, e ativos cujo risco possa ser equalizado, principalmente pelo uso de *haircut*. A ideia é que um Banco Central deve emprestar recursos contra bons colaterais a um preço adequado,

¹ Ver o Relatório **Central Bank Collateral Frameworks and Practices**, editado pelo BIS em março de 2013, que analisa o papel das políticas de colateral de Bancos Centrais selecionados, e as mudanças promovidas pós-crise (2007 – 2012).

² OMO – Standard Market Operations: inclui repos e empréstimos colateralizados, tipicamente conduzidos por iniciativa do Banco Central na forma de leilões ou transações bilaterais, em geral, com *dealers*.

³ SF – Standing Liquidity Facilities: inclui operações intradia, overnight e assistência de liquidez de longo prazo que são acessadas por iniciativa da contraparte, que envolve, em geral, um grupo mais amplo de instituições captadoras de depósito.

Rio de Janeiro

Avenida República do Chile, 230 13º andar
20031-170 Rio de Janeiro RJ Brasil
+ 55 21 3814 3800 Fax 21 3814 3880/3960

www.anbima.com.br

São Paulo

Av. das Nações Unidas, 8501 11º e 21º andares
05425-070 São Paulo SP Brasil
+ 55 11 3032 3838 | 3471 4200 Fax 11 3034 1903 | 3471 4230

administrando o risco associado ao empréstimo. A administração do risco, por sua vez, estará refletida na escala de *haircut* adotada, na taxa cobrada para a provisão de liquidez, e nos critérios de acesso à liquidez.

A diversidade de estruturas, por outro lado, reflete diferenças do arcabouço regulatório, da estrutura do mercado financeiro, do estágio de desenvolvimento do mercado, e do grau de liquidez do sistema. Em alguma medida, isto quer dizer que em jurisdições com sistema financeiro caracterizado por estrutura legal restritiva, baixa necessidade de liquidez e ampla oferta de títulos públicos líquidos passíveis de serem utilizados como colaterais em operações do Banco Central, menor tende a ser a necessidade de se ampliar o espectro de colaterais elegíveis como lastro em operações de liquidez, e, portanto, menos atraente tende a ser a inclusão de ativos de emissão privada nessa cesta de colaterais.

Esse nos parece ser o caso do Brasil, que além de ter um sistema financeiro estruturalmente superavitário - o excesso de liquidez administrado pelo Banco Central com operações compromissadas no mercado aberto é de quase R\$ 740 bilhões (agosto/14) -, possui um arcabouço regulatório rígido e conta com uma dívida pública federal relevante - da ordem de R\$ 2 trilhões -, padronizada e com liquidez - média diária de negócios definitivos extragrupo de R\$ 11 bilhões -, sugerindo uma ausência de requisitos para a diversificação da cesta de colaterais do Banco Central.

Não obstante, e mesmo não sendo o objetivo da sua análise, o relatório do BIS reconhece:

*“Some collateral frameworks may also reflect a secondary aim of **promoting the development of certain financial markets**, such as the market for certain asset-backed securities. Central Bank eligibility tends to improve the liquidity of these securities.”*

E este é exatamente o nosso argumento. Ou seja, o quanto a atuação do Banco Central, aceitando títulos privados de renda fixa como lastro em suas operações de mercado aberto, pode contribuir para estimular a demanda desses ativos, atrair novos agentes para o mercado, ampliar referências de preço e a liquidez desses ativos.

Vale notar que embora adotada para a administração temporária da liquidez no período pós-crise financeira, a ampliação do espectro de colaterais elegíveis foi mantida em muitos países mesmo após a fase mais aguda da crise (2008-09), incorporando novos lastros à cesta de colaterais elegíveis, entre os quais títulos de emissor estrangeiro ou denominados em outra moeda, e entre os domésticos, títulos de dívida de instituições financeiras, *covered bonds*, de dívida corporativa, entre

Rio de Janeiro

Avenida República do Chile, 230 13º andar
20031-170 Rio de Janeiro RJ Brasil
+ 55 21 3814 3800 Fax 21 3814 3880/3960

www.anbima.com.br

São Paulo

Av. das Nações Unidas, 8501 11º e 21º andares
05425-070 São Paulo SP Brasil
+ 55 11 3032 3838 | 3471 4200 Fax 11 3034 1903 | 3471 4230

outros, o que nos sugere o reconhecimento de externalidades positivas da ampliação da cesta de colaterais, além da potencialização dos instrumentos de política monetária.

Contudo, sabemos que a incorporação pelo Banco Central brasileiro de títulos de emissão privada como lastro de operações de mercado aberto não é uma mudança trivial, inclusive porque exigirá a definição de critérios rígidos de elegibilidade e balizamento de preços, a partir da avaliação do risco de crédito dos ativos, que, a exemplo de outros países, poderá considerar a avaliação de risco por agências de *rating* como um critério possível mas não único. A utilização de *expertise* da equipe interna do Banco Central para realizar a avaliação de risco e calcular os *haircuts* dos ativos elegíveis, de forma a equalizar o risco, certamente será requerida, o que sugere uma frente de trabalho bastante produtiva, com a qual a ANBIMA, desde já e à medida da necessidade do Banco Central, se coloca à disposição para contribuir.

► Derivativos de Crédito

O desenvolvimento de um mercado robusto de proteção a risco de crédito também é considerado uma condição fundamental em um cenário de alongamento do prazo de captação e de maior liquidez do mercado secundário de títulos privados, na medida em que permitirá aos agentes, em especial aos formadores de mercado, uma melhor administração do seu risco de crédito a partir da compra de proteção para os ativos que mantenham em carteira. Isso ganha relevância com a introdução de regras mais rigorosas de adequação de capital para as instituições financeiras, em especial no âmbito de Basileia III.

O arcabouço regulatório de operações de derivativos no Brasil, e em particular de derivativos de crédito, está em linha com as preocupações de reguladores internacionais quanto à necessidade de transparência e registro das operações como condição para o desenvolvimento seguro do mercado de derivativos. Não obstante, algumas exigências são consideradas demasiadamente rígidas, inclusive no que se refere ao escopo de produtos e participantes permitidos, e, em alguns casos, difíceis de serem atendidas, como a precificação dos ativos subjacentes, cujos preços devem ser divulgados (pela entidade administradora de mercado organizado), o que torna o mercado concentrado e pouco desenvolvido.

Não foi por outro motivo que em maio de 2013, a ANBIMA enviou o OF.DIR – 013/13 ao Banco Central, sugerindo a flexibilização da Resolução nº 2.933, que ora reiteramos, no sentido de facultar a participação de agentes não financeiros, tais como fundos de investimento, entidades de

Rio de Janeiro

Avenida República do Chile, 230 13º andar
20031-170 Rio de Janeiro RJ Brasil
+ 55 21 3814 3800 Fax 21 3814 3880/3960

www.anbima.com.br

São Paulo

Av. das Nações Unidas, 8501 11º e 21º andares
05425-070 São Paulo SP Brasil
+ 55 11 3032 3838 | 3471 4200 Fax 11 3034 1903 | 3471 4230

previdência, seguradoras, entre outros participantes locais e estrangeiros, tendo em vista que no mercado internacional esses agentes se mostram grandes vendedores de proteção de risco de crédito. Também sugerimos ampliar as possibilidades de contratação de derivativos de crédito a descoberto, ou seja, sem que a contraparte transferidora do risco tenha em carteira o risco de crédito do ativo subjacente.

Note-se que é limitada a gama de ativos com negociação regular em mercados organizados, com formação de preço passível de verificação, o que limita o desenvolvimento de estratégias de negócio e do próprio mercado de derivativos de crédito. Vale ressaltar que a legítima preocupação com o grau de alavancagem das instituições, em um cenário de flexibilização, pode ser arrefecida no Brasil, já que há a exigência de registro dos contratos de derivativos em entidades registradoras de ativos autorizadas pelo Banco Central. Ao contrário do que se observou no mercado internacional por ocasião da crise financeira, essa exigência permite às autoridades reguladoras o monitoramento em tempo real do crescimento dessas operações e a interconectividade do risco, e, portanto, o grau de alavancagem do sistema.

► Operação compromissada

A adoção de estratégia no mercado à vista com títulos privados também é tecnicamente possível com a realização de operações compromissadas, em especial na modalidade livre movimentação, onde o comprador do título em compromisso pode efetuar a venda definitiva do ativo, sem ter a propriedade do mesmo, configurando uma venda a descoberto. Agentes de mercado, acostumados à negociação diária de papéis, como tesourarias e fundos de investimentos, são os principais usuários desse tipo de operação para o refinanciamento de suas carteiras.

Vale reconhecer que a legislação que regulamenta as operações compromissadas no Brasil é bastante flexível. A Resolução nº 3.339/06 faculta a realização de compromissadas com lastro em títulos públicos e privados, entre os quais CDB, CCB, CCCB, letra de câmbio de aceite de instituições financeiras, LH, LCI, CCI, debêntures, cédulas de debêntures, notas comerciais, CRI, CPR com liquidação financeira, CDCA, LCA, CRA, CCE e NCE.

De modo geral, as operações compromissadas devem ser registradas e liquidadas no Selic - Sistema Especial de Liquidação e de Custódia (títulos públicos) ou em sistema de custódia e liquidação ou de compensação e liquidação de operações com títulos e valores mobiliários autorizado pelo Banco Central ou pela Comissão de Valores Mobiliários. No caso de compromissadas lastreadas em títulos

Rio de Janeiro

Avenida República do Chile, 230 13º andar
20031-170 Rio de Janeiro RJ Brasil
+ 55 21 3814 3800 Fax 21 3814 3880/3960

www.anbima.com.br

São Paulo

Av. das Nações Unidas, 8501 11º e 21º andares
05425-070 São Paulo SP Brasil
+ 55 11 3032 3838 | 3471 4200 Fax 11 3034 1903 | 3471 4230

privados, com acordo de livre movimentação e envolvendo contrapartes que não sejam instituições financeiras, no entanto, o registro e a liquidação somente podem ocorrer em sistema que assuma a posição de parte contratante para fins de liquidação. Tal exigência acaba elevando o custo da operação, dado que o *haircut* definido pela entidade registradora, contraparte central na operação, tende a ser maior que o definido pelo doador dos recursos, parte efetiva no compromisso. E isto, tanto pelo conhecimento que esse agente tem do lastro aceito quanto pela relação negocial pré existente com a contraparte, para a qual, de modo geral, já possui limite de crédito estabelecido. Diante disto, e por se tratar de uma relação bilateral, sugerimos a flexibilização da legislação vigente, de forma a permitir que operações compromissadas com livre movimentação com lastro em títulos privados em que uma das partes seja instituição não financeira possam ser realizadas fora de contraparte central.

O espectro de operações compromissadas permitido na Resolução é bem amplo. Entre os vários tipos de compromisso previstos estão os mais tradicionais de compra/venda com compromisso de revenda/recompra com liquidação em data preestabelecida, até os mais sofisticados, que adicionam flexibilidade ao vencimento, como o de compra com compromisso de revenda para liquidação a qualquer tempo durante determinado prazo, a critério de qualquer das partes; ou liquidável a critério exclusivo do vendedor, em data determinada ou dentro de prazo estabelecido. Note, contudo, que tais possibilidades de negócio, embora regulamentadas, só estão disponíveis no SELIC, ou seja, para operações com lastro em título público federal.

Contudo, para suportar o movimento natural de alongamento de prazos das operações compromissadas, que eleva o risco de descasamento da operação pela possibilidade de variação do preço de mercado do lastro, seria desejável o estímulo às entidades de registro de operações compromissadas com títulos privados para o desenvolvimento de mecanismos de mitigação de riscos, incorporando a possibilidade de gerenciamento e recomposição de garantia, bem como de modalidades mais flexíveis de vencimento – incluindo as possibilidades de liquidação antecipada e/ou unilateral, a critério de uma das partes -, a exemplo do que já existe para os títulos públicos. A avaliação é de que o desenvolvimento de uma infraestrutura adequada à realização de operações mais flexíveis abriria espaço para o aprofundamento do mercado de compromissadas, o que ajudaria a fortalecer o mercado secundário de títulos privados, na medida em que permitirá um maior giro dos estoques de ativos dos formadores de mercado, estimulando esse serviço essencial para a liquidez.

Rio de Janeiro

Avenida República do Chile, 230 13º andar
20031-170 Rio de Janeiro RJ Brasil
+ 55 21 3814 3800 Fax 21 3814 3880/3960

www.anbima.com.br

São Paulo

Av. das Nações Unidas, 8501 11º e 21º andares
05425-070 São Paulo SP Brasil
+ 55 11 3032 3838 | 3471 4200 Fax 11 3034 1903 | 3471 4230

► Empréstimo de Títulos

Finalmente, e também no sentido de estimular a aquisição e a liquidez de títulos privados - em especial com a perspectiva de alongamento do prazo desses ativos e ampliação da parcela com remuneração prefixada ou atrelada a índices de preço, que naturalmente agregam maior volatilidade e risco de mercado ao ativo – seria recomendável o desenvolvimento de infraestrutura para a realização de operações de empréstimo de títulos privados, que se apresentam como alternativa para potencializar ganhos e de gerenciamento de riscos.

Nas operações de empréstimo, enquanto para o prestador - potencialmente entidades de previdência, que possuem carteiras de longa maturidade - os benefícios se relacionam à oportunidade de aumento do retorno do portfólio, para o tomador do ativo, tais operações podem ser utilizadas como mecanismo para evitar falhas na liquidação, suportar estratégias de *hedging* e de *shortselling*, além de facilitar a negociação e o aproveitamento de oportunidades de arbitragem.

Não obstante, o desenvolvimento das operações de empréstimo de títulos de renda fixa no Brasil é praticamente inexistente. Entre as razões certamente estão a falta de infraestrutura adequada e a necessidade de maior regulamentação da matéria. Assim, nos parece fundamental o estímulo ao desenvolvimento de infraestrutura para o aluguel de títulos privados de renda fixa em ambiente de câmara ou prestador de serviço de compensação e liquidação autorizado pelo Banco Central, onde, por exigência regulatória, tais operações devem ser liquidadas financeiramente.

Assim, entendemos que o desenvolvimento de operações de mercado que contribuam para ampliar a liquidez dos títulos de dívida corporativa ajudará a fortalecer o mercado de capitais como fonte relevante de captação de recursos de longo prazo para as empresas e, em última instância, para o financiamento de investimentos em infraestrutura, pesquisa e inovação, fundamentais para o crescimento do país. Nesse sentido, e pelos motivos dispostos acima, sugerimos:

- 1) Facultar ao Banco Central do Brasil aceitar títulos de dívida corporativa como lastro nas operações compromissadas realizadas com o mercado, com *haircut* definido com base na avaliação de risco atribuída ao título.
- 2) Facultar a participação de agentes não financeiros em operações de derivativos de crédito e ampliar as possibilidades de realização de operações a descoberto, ou seja, sem que a contraparte transferidora do risco tenha em carteira o risco de crédito do ativo subjacente.

Rio de Janeiro

Avenida República do Chile, 230 13º andar
20031-170 Rio de Janeiro RJ Brasil
+ 55 21 3814 3800 Fax 21 3814 3880/3960

www.anbima.com.br

São Paulo

Av. das Nações Unidas, 8501 11º e 21º andares
05425-070 São Paulo SP Brasil
+ 55 11 3032 3838 | 3471 4200 Fax 11 3034 1903 | 3471 4230

- 3) Permitir que operações compromissadas com livre movimentação com lastro em títulos privados de renda fixa em que uma das partes seja instituição não financeira possam ser realizadas fora de contraparte central.
- 4) Estimular as entidades de registro de operações compromissadas com títulos privados a desenvolverem mecanismos de mitigação de riscos, que permitam o gerenciamento e recomposição de garantia, bem como de modalidades mais flexíveis de vencimento, a exemplo do que já existe para os títulos públicos.
- 5) Estimular o desenvolvimento de infraestrutura para a realização de operações de empréstimo de títulos privados de renda fixa no país.

Sem mais, colocamo-nos à disposição para os esclarecimentos necessários.

Atenciosamente,



Pedro Lorenzini
Vice-Presidente

Rio de Janeiro

Avenida República do Chile, 230 13º andar
20031-170 Rio de Janeiro RJ Brasil
+ 55 21 3814 3800 Fax 21 3814 3880/3960

www.anbima.com.br

São Paulo

Av. das Nações Unidas, 8501 11º e 21º andares
05425-070 São Paulo SP Brasil
+ 55 11 3032 3838 | 3471 4200 Fax 11 3034 1903 | 3471 4230



Pleito enviado a

Edevaldo Fernandes

Diretor de Assuntos Atuariais, Contábeis e Econômicos (Diace) – Previc
(Superintendência Nacional de Previdência Complementar)

Data: 06/08/2012

Assunto

Alterações da Resolução nº 3.792/09 e assuntos relacionados

São Paulo, 6 de agosto de 2012

OF.DIR. 027/12

Ilmo. Sr.

Edevaldo Fernandes

Diretor de Assuntos Atuariais, Contábeis e Econômicos - Diace

Superintendência Nacional de Previdência Complementar – PREVIC

Ref.: Alterações da Resolução nº 3.792/09 e assuntos relacionados.

Prezado Senhor:

Primeiramente, gostaríamos de agradecer a disponibilidade da Superintendência Nacional de Previdência Complementar, representada na figura dos Srs. Edevaldo Fernandes e Aguinaldo Landi, para a realização de reuniões periódicas com os associados da ANBIMA e discussão da Resolução nº 3.792/09, do CMN. Assim, apresentamos nossas sugestões de alterações da Resolução, bem como solicitamos alguns esclarecimentos e orientações. O documento está dividido da seguinte forma:

- 1) Sugestões de mudanças da Resolução nº 3.792/09;
- 2) Solicitações que não demandam alterações da Resolução 3.792/09;
- 3) Esclarecimentos Adicionais.

1. Sugestões de mudanças da Resolução nº 3.792/09:

1.1. Permissão para entidades de previdência investir em valores mobiliários emitidos, ao amparo da Instrução CVM nº 476/2009, por companhias fechadas (hoje permissão se limita a companhias abertas).

a) Alteração na Resolução nº 3.792/09: Inclusão de novo inciso no artigo 18:

Art. 18. São classificados no segmento de renda fixa:

(...)

V - os títulos e valores mobiliários de renda fixa de emissão de companhias abertas, incluídas as Notas de Crédito à Exportação (NCE) e Cédulas de Crédito à Exportação (CCE);

VI - os títulos e valores mobiliários de renda fixa de emissão de companhias fechadas, desde que objeto de oferta pública, mesmo que no âmbito de esforços restritos de distribuição nos termos regulamentados pela Comissão de Valores Mobiliários.

b) Justificativa: Os dispositivos da Instrução CVM nº 476, requerem da companhia de capital fechado as mesmas responsabilidades e *disclosure* de informações que as do emissor de capital aberto, conforme abaixo mencionado:

- 1) Não eximem o coordenador-líder da oferta de tomar todas as cautelas e agir com elevados padrões de diligência, respondendo pela falta de diligência ou omissão, para assegurar que as informações prestadas pelo ofertante sejam verdadeiras, consistentes, corretas e suficientes, permitindo aos investidores uma tomada de decisão fundamentada à respeito da oferta (artigo 11, I). Qualquer problema eventual a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) poderá acionar a instituição-líder para verificar se esta agiu com diligência;
- 2) A necessidade de aprovação de limite de crédito para coordenador-líder da oferta, devido ao período de carência de 90 (noventa) dias para negociação dos valores mobiliários (artigo 13);
- 3) Os emissores de valores mobiliários admitidos à negociação nos mercados de balcão organizado e não-organizado, após o período de carência 90 (noventa) dias da subscrição ou aquisição pelo investidor, deverão (artigo 17):
 - (i) preparar demonstrações financeiras de encerramento de exercício e, se for o caso, demonstrações consolidadas em conformidade com a Lei nº 6.404 e regras emitidas pela CVM;
 - (ii) submeter suas demonstrações financeiras a auditoria, por auditor registrado na CVM;
 - (iii) divulgar suas demonstrações financeiras, acompanhadas de notas explicativas e pareceres dos auditores independentes, em sua página na rede mundial de computadores, dentro de 3 (três) meses contados do encerramento do exercício social;
 - (iv) manter os referidos documentos em sua página na rede mundial de computadores, por um prazo de 3 (três) anos;

Com o objetivo de trazer maior segurança para a Previc, poderemos estudar uma forma de incluir nas escrituras de emissão de debêntures uma obrigatoriedade para que os emissores providenciem uma auditoria semestral nas demonstrações financeiras, ou então, alguma outra forma que possa proporcionar o conforto para análise e monitoramento desses emissores até o vencimento dos referidos valores mobiliários.

Adicionalmente, gostaríamos de informar que, conforme pesquisa efetuada junto ao registro de emissores no site www.debentures.com.br, não foi constatado, desde o lançamento da Instrução CVM nº 476, nenhum caso de inadimplemento nesse tipo de emissão.

Por fim, enviamos uma estatística das emissões realizadas através da Instrução CVM nº 476, onde é possível notar a grande representatividade das ofertas realizadas por companhias de capital fechado. (Anexo I ao Ofício)

1.2 Inclusão dos Fundos de Investimento em Ações cujos regulamentos prevejam a possibilidade de realização de operações em valor superior ao seu respectivo patrimônio líquido no segmento de investimentos estruturados.

a) Alteração na Resolução nº 3792/09: Inclusão do inciso V no *caput* do art. 20, alteração do inciso II do art. 37 e inclusão do § 5º no art. 53:

Art. 20. São classificados no segmento investimentos estruturados:

(...)

V – as cotas de fundos de investimento e as cotas de fundos de investimento em cotas de fundos de investimento classificados como ações cujos regulamentos prevejam a possibilidade de realização de operações em valor superior ao seu respectivo patrimônio líquido e observem exclusivamente a legislação estabelecida pela CVM, aplicando-se os limites, requisitos e condições estabelecidos a investidores que não sejam considerados qualificados, nos termos da regulamentação da CVM.

Art. 37. Os investimentos classificados no segmento de investimentos estruturados devem observar, em relação aos recursos de cada plano, o limite de até vinte por cento, observados adicionalmente os seguintes limites:

(...)

II - até dez por cento em cotas de fundos de investimento e em cotas de fundos de investimento em cotas de fundos de investimento classificados como multimercado e ações, cujos regulamentos prevejam a possibilidade de realização de operações em valor superior ao seu respectivo patrimônio líquido.

b) Justificativa: Entendemos a existência da classificação de investimentos estruturados como sendo uma classe de investimentos alternativos, nesse sentido, se incluem nesta classificação os fundos multimercados cujos regulamentos observem exclusivamente a legislação estabelecida pela CVM, no entanto existem fundos de ações, disponíveis ao público em geral, que realizam os mesmos tipos de estratégia, incluindo principalmente dentre estas as operações de alavancagem.

Hoje as entidades fechadas estão impedidas, pela Resolução, de investir nos fundos de ações que possuem as mesmas estratégias de investimento de um fundo multimercado. Tais fundos possuem gestores especializados e históricos de rentabilidade, incluindo comportamentos em períodos de crise que o tornariam elegíveis ao investimento das entidades, sem que haja necessidade de criação de fundos dedicados, em linha com a necessidade de maior diversificação das entidades.

1.3 Alterar a regra, para passar a considerar, para efeitos de limite máximo de 25% de concentração em um fundo que aplica 100% de seus recursos no exterior, no caso de fundos de investimento que detenha, em sua carteira, exclusivamente cotas de fundo de investimento, desde que as aplicações do fundo de investimento constituído no Brasil observem tal limite em relação ao patrimônio de um mesmo fundo de investimento constituído no exterior, os fundos diretamente investidos por este.

a) Alteração na Resolução nº 3.792/09: Inclusão do § 6º ao art. 42, na seção “Dos Limites de Concentração por Emissor”:

Art. 42. A EFPC deve observar, considerada a soma dos recursos por ela administrados, o limite de até vinte e cinco por cento:

(...)

IV - do patrimônio líquido de um mesmo:

(...)

c) fundo de investimento constituído no Brasil que tenha em sua carteira ativos classificados no segmento de investimentos no exterior; ou(...)

§ 6º O limite estabelecido na alínea “c” do inciso IV não se aplica a fundo de investimento constituído no Brasil que detenha, em sua carteira, como ativos classificados no segmento de investimentos no exterior, exclusivamente cotas de fundo de investimento, desde que as aplicações do fundo de investimento constituído no Brasil observem tal limite em relação ao patrimônio de um mesmo fundo de investimento constituído no exterior.

b)Justificativa: Para que seja realizado o investimento em fundos com ativos classificados no segmento de investimentos no exterior, se faz necessário criar um mutualismo entre, no mínimo, quatro entidades, de forma que se tenha apenas 25% do patrimônio do fundo detido por cada instituição. Para a constituição desses fundos, é preciso que todas as entidades estejam de acordo com as características do investimento, no mesmo momento, contratando o mesmo prestador de serviço de administração e gestão.

Ressaltamos que esta proposta não só mantém o mutualismo, mas abre um leque maior de opções de investimentos, já que a grande maioria dos fundos globais com patrimônio líquido já constituído se tornariam elegíveis.

1.4. Limite máximo de até 25% de concentração para um mesmo ETF:

a) Alteração na Resolução nº 3.792/09: Exclusão do item a) e d) do inciso IV do art. 42, na seção “Dos Limites de Concentração por Emissor”:

Art. 42. A EFPC deve observar, considerada a soma dos recursos por ela administrados, o limite de até vinte e cinco por cento:

(...)

IV - do patrimônio líquido de um mesmo:

~~a) fundo de índice referenciado em cesta de ações de companhias abertas;~~

(...)

~~d) fundo de índice do exterior admitido à negociação em bolsa de valores do Brasil;~~

b)Justificativa: Devido à particularidade dos Fundos de Índices, que, em casos de resgates, entregam as ações proporcionais ao valor da movimentação, de acordo com a

composição do índice de ações do fundo resgatado, não há a possibilidade de iliquidez da carteira do fundo aplicado. Além disso, como todos os Fundos de Índice são passivos, as carteiras são bastante diversificadas, pois replicam em no mínimo, 95% de sua carteira índices de mercado aprovados pela CVM. Além disso, há a possibilidade de venda das cotas no secundário.

1.5. Fundo exclusivo multimercado com estratégia de proteção do principal investido:

a) Alteração na Resolução nº 3.792/09: Inclusão do § 7º ao art. 42, na seção “Dos Limites de Concentração por Emissor”:

Art. 42. A EFPC deve observar, considerada a soma dos recursos por ela administrados, o limite de até vinte e cinco por cento:

(...)

IV - do patrimônio líquido de um mesmo:

(...)

b) fundo de investimento classificado no segmento de investimentos estruturados;

§ 7º O limite estabelecido na alínea "b" do inciso IV não se aplica a fundos de investimento classificados como multimercado que tenha em seu regulamento como objetivo de investimento a proteção do capital investido.

b) Justificativa:

Os Fundos de Capital Protegido são constituídos de forma customizada, possuindo estratégia específica e prazos de captação e de duração pré-determinados. Nesse caso, podemos observar problema semelhante ao dos investimentos em fundos no exterior (item 1.3), as entidades precisam criar um mutualismo, entre, no mínimo, quatro entidades, de forma que se tenha apenas 25% do patrimônio do fundo detido por cada instituição, sendo necessário que todas as entidades estejam de acordo com a estratégia de investimento, momento do investimento, contratação dos prestadores de serviços, e com o prazo de duração do investimento.

Estes fundos oferecem a possibilidade de o investidor obter ganho proporcional à variação do Índice Bovespa com proteção do principal investido, tratando-se de um importante produto para a diversificação de carteira. Esses fundos atendem também aos investidores que acreditam na valorização do Índice Bovespa no médio prazo, mas consideram os riscos potenciais que poderão afetar a tendência trazendo volatilidade no período proposto da estrutura.

Além disso, a limitação de 5% em prêmios de opção para fundos exclusivos restringe as operações dos fundos multimercado de Capital Protegido, que em média utilizam 15% do patrimônio líquido do fundo em prêmios de opções para cumprimento da política de investimento.

1.6. Acrescentar a prestação de serviço de gestão de garantia pela entidade registradora como alternativa à necessidade de contraparte central garantidora da operação:

a) Alteração na Resolução nº 3.792/09: Alteração do Inciso IV do art. 44:

Art. 44. A EFPC pode realizar operações com derivativos, desde que observadas, cumulativamente, as seguintes condições:

I - avaliação prévia dos riscos envolvidos;

II - existência de sistemas de controles internos adequados às suas operações;

III - registro da operação ou negociação em bolsa de valores ou de mercadorias e futuros;

IV - atuação de câmaras e prestadores de serviços de compensação e de liquidação como contraparte central garantidora da operação **ou como provedoras de serviços de gestão de garantia e colateral**;

b) Justificativa: A redação atual do inciso IV condiciona operações de derivativos à existência de contraparte central garantidora da operação, e, portanto, restringe operações de derivativos de balcão bilaterais, que podem ser customizadas e oferecer maior flexibilidade para atender às necessidades específicas de gerenciamento de risco da EFPC. O acréscimo desta alternativa, com a devida disponibilização ao órgão regulador dos valores de mercado de operações realizadas, e da garantia e colateral disponibilizados, mitiga o risco de crédito da contraparte, que é o que se busca também com a utilização da contraparte central.

1.7. Incluir previsão para possibilitar que as EFPCs realizem operações de derivativos de crédito nos moldes da Resolução nº 2.933/02, atuando na qualidade de contraparte receptora ou transferidora do risco de crédito:

a) Alteração na Resolução nº 3792/09: Inclusão de parágrafo § 2º ao art. 44:

Art. 44. A EFPC pode realizar operações com derivativos, desde que observadas, cumulativamente, as seguintes condições:

(...)

V - depósito de margem limitado a quinze por cento da posição em títulos da dívida pública mobiliária federal, títulos e valores mobiliários de emissão de instituição financeira autorizada a funcionar pelo Bacen e ações pertencentes ao Índice Bovespa da carteira de cada plano ou fundo de investimento; e

VI - valor total dos prêmios de opções pagos limitado a cinco por cento da posição em títulos da dívida pública mobiliária federal, títulos e valores mobiliários de emissão de instituição financeira autorizada a funcionar pelo Bacen e ações pertencentes ao Índice Bovespa da carteira de cada plano ou fundo de investimento.

Parágrafo único § 1º . Para verificação dos limites estabelecidos nos incisos V e VI deste artigo não serão considerados os títulos recebidos como lastro em operações compromissadas.

Parágrafo § 2º : As operações com derivativos citados no caput englobam derivativos de crédito, podendo as EFPCs atuar como contrapartes receptoras ou transferidoras de risco de crédito em operações de derivativos de crédito.

b)Justificativa: Não existe previsão clara sobre a possibilidade de EFPCs realizarem operações de derivativos de crédito. Os derivativos de crédito são contratos onde as partes negociam o risco de crédito de operações, sem implicar, no ato da contratação, a transferência do ativo subjacente às referidas operações. Em um contrato de swap de crédito a contraparte receptora do risco recebe uma taxa de proteção pactuada e assume o risco de crédito referente a um determinado ativo subjacente, comprometendo-se a ressarcir à contraparte transferidora, na ocorrência de determinados eventos de crédito, os valores pactuados. Estas operações são passíveis de registro em entidades registradoras de derivativos de balcão. Os derivativos de crédito oferecem grande flexibilidade para as EFPCs receberem uma remuneração quando atuarem como receptoras de risco, ou para se protegerem quando atuarem como transferidoras de risco de crédito. Uma das grandes vantagens da utilização de derivativos de crédito é não se limitar aos prazos de ativos disponíveis no mercado, ou seja uma EFPC pode através de um derivativo de crédito comprar proteção por um prazo curto para um determinado ativo de prazo longo de sua carteira (por exemplo comprar proteção por 1 ano para uma debênture de 5 anos). Ou, alternativamente, assumir o risco de crédito de um determinado ativo subjacente sem comprar o próprio ativo, podendo escolher um prazo mais curto ou mais longo do que o dos ativos disponíveis no mercado.

1.8. Taxa de Performance para Fundos Imobiliários:

a) Alteração na Resolução nº 3.792/09: Inclusão de parágrafo único ao art. 51:

Art. 51. A aplicação de recursos pela EFPC em fundos de investimentos ou em carteiras administradas, quando os regulamentos ou contratos contêm cláusulas que tratem de taxa de performance, está condicionada a que o pagamento da referida taxa atenda às seguintes condições:

I - rentabilidade do investimento superior a valorização de, no mínimo, cem por cento do índice de referência;

II - montante final do investimento superior ao capital inicial da aplicação ou ao valor do investimento na data do último pagamento;

III - periodicidade, no mínimo, semestral;

IV - forma exclusivamente em espécie; e

V - conformidade com as demais regras aplicáveis a investidores que não sejam considerados qualificados, nos termos da regulamentação da CVM.

Parágrafo único: Excetuam-se do previsto no item V os fundos de investimento imobiliários classificados no segmento de investimentos estruturados

b) Justificativa: Não existe atualmente um índice que reflita o mercado imobiliário, desta forma, a redação acima acaba por não permitir que as entidades realizem aplicações em qualquer Fundo de Investimento Imobiliário que possua taxa de performance.

1.9. Atualmente, não existe vedação para a realização de day-trades, contanto que, após a realização deste tipo de operação, seja enviada a justificativa através de relatório. A necessidade de justificativa faz com que as operações sejam vedadas pelas próprias entidades quando da aprovação de suas políticas de investimento.

a) Alteração da Resolução nº 3.792/09: ajuste no inciso X do art. 53 do Capítulo de vedações:

Art. 53. É vedado à EFPC:

X - realizar **em carteira própria** operações de compra e venda de um mesmo título, valor mobiliário ou contrato derivativo em um mesmo dia (operações day trade), excetuadas as realizadas em plataforma eletrônica ou em bolsa de valores ou de mercadorias e futuros, desde que devidamente justificadas em relatório atestado pelo AETQ; ~~ou pelo administrador do fundo de investimento;~~

b) Justificativa: Considerando a gestão profissional dos fundos de investimento, que possuem forte regulação pela CVM e autorregulação pela ANBIMA, acreditamos que não haja espaço para a realização de operações prejudiciais aos fundos pelos seus gestores através de *day trades*. No entanto, levando-se em consideração que se deixa de realizar operações devido a vedação de operações *day trade*, um ativo que tenha sido comprado na mesma data, e que tenha tido queda de seu preço durante o dia, alcançando seu *stop loss*, não poderia ser zerado. Dessa forma, um mesmo gestor acaba tendo que agir de forma diferenciada entre seus cotistas, não zerando operações com perdas de fundos detidos por entidades, ou com ganhos proporcionais ao almejado pelo gestor, como exemplo. Assim, consideramos que a regra tende a ser mais prejudicial do que benéfica às entidades. Dessa forma, sugerimos que seja admitida a realização destas operações tão somente aos fundos, vedando-as apenas para a carteira própria.

1.10. Operações de Empréstimos de ativos:

a) Alteração da Resolução nº 3792/09: Ajuste no parágrafo § 3º do art. 53 do Capítulo de Vedações, de forma que não se aplique a vedação de realizações de operações de tomada de empréstimos aos fundos de investimentos multimercados, classificados no segmento de investimentos estruturados:

Art. 53. É vedado à EFPC:

XII - locar, emprestar, tomar emprestado, empenhar ou caucionar títulos e valores mobiliários, exceto nas seguintes hipóteses:

a) depósito de garantias em operações com derivativos no âmbito de cada plano de benefícios;

- b) operações de empréstimos de títulos e valores mobiliários, nos termos do art. 24 desta Resolução; e
- c) depósito de garantias de ações judiciais no âmbito de cada plano administrado pela EFPC;

§ 3º Para os fundos de investimento e fundos de investimento em cotas de fundos de investimento classificados como multimercado e ações, incluídos no segmento de investimentos estruturados, não se aplicam as vedações estabelecidas nos incisos VII, IX, X, e XI e XII.

b) Justificativa: Anteriormente a Resolução nº 3.456, já excluía a vedação de realização de operações *shorts* para os fundos de investimento e cotas de fundos de investimento em cotas de fundos de investimento classificados como multimercado dentro da classe renda variável – outros, conforme Art.65, inciso XIII, § 1º da referida Resolução. Além disso, consideramos que estas operações são realizadas praticamente por todos os fundos multimercado e de ações *incluindo mencionados no item 1.2 deste ofício*.

2. Solicitações adicionais que não demandam alterações da Resolução nº 3.792/09:

2.1. Atualmente, as entidades não possuem um campo específico para contabilização de investimentos no exterior, sendo obrigadas, caso realizem este tipo de investimento, a informá-los no campo “outros”. Esta limitação gera desconforto às entidades que, algumas vezes, acabam por não realizar este tipo de investimento. Dessa forma, gostaríamos de sugerir a inclusão, no Plano Contábil das Entidades, de um campo específico para contabilização de investimentos no exterior.

2.2 Criação de modelo de envio de informações para que a cota do fundo seja considerada como ativo final;

2.3 Gostaríamos de solicitar que a Previc disponibilize orientações às EFPCs em relação às mudanças nos mandatos e políticas de investimento, para que seja criado um fluxo uniforme de comunicação aos gestores e custodiantes destas alterações.

3. Esclarecimentos Adicionais:

3.1. Entendimento sobre limitação para aquisição de CRI pela Resolução nº 3.792:

Gostaríamos de ratificar com a PREVIC nossa interpretação da Resolução nº 3.792 com relação aos limites de investimento em CRI pelas EFPC, com objetivo de uniformizar o entendimento bem como possibilitar maior diversificação das carteiras das mesmas.

a. Limites por Alocação – Art. 35, Seção I, Capítulo VII:

“Art. 35 - Os investimentos classificados no segmento de renda fixa devem observar, em relação aos recursos de cada plano, os seguintes limites:

(...)

III - até 20% em cada uma das seguintes modalidades:

(...)

d) *certificados de recebíveis imobiliários (CRI);*”

Entendimento ANBIMA: Este artigo trata dos limites de alocação em instrumentos de renda fixa, CRI incluídos. Permite-se o investimento de até 20% dos recursos de cada plano administrado pela EFPC em CRI, independentemente da adoção ou não do regime fiduciário.

b) Limites de Alocação por Emissor – Art. 41, Seção II, Capítulo VII:

“Art. 41 - A EFPC deve observar, em relação aos recursos de cada plano por ela administrado, os seguintes limites de alocação por emissor:

(...)

III - até dez por cento se o emissor for:

(...)

d) companhia securitizadora;

(...)

Parágrafo 3º - Para fins de verificação do limite estabelecido na alínea "d" do inciso III, nos casos de emissões de certificados de recebíveis com a instituição de regime fiduciário, considera-se como emissor cada patrimônio separado constituído com a adoção do referido regime.”

Entendimento ANBIMA: Este artigo trata da alocação total permitida para investimento pelas EFPC em uma mesma série de CRI emitidos por uma companhia securitizadora. Neste caso, a limitação está vinculada ao patrimônio líquido total dos planos administrados pela EFPC. A legislação permite que as EFPC invistam até 10% dos recursos de cada plano por elas administrado quando o emissor for companhia securitizadora. No caso de CRI com instituição de regime fiduciário, considera-se como emissor o patrimônio separado de cada série de CRI emitido pela companhia securitizadora.

Exemplo: Uma EFPC com patrimônio líquido de R\$ 1 bilhão poderia investir até R\$ 100 milhões em uma mesma série de CRI emitida por uma companhia securitizadora, independentemente do volume total da série que está sendo ofertada a mercado, ou seja, o limite é aplicado sobre o patrimônio líquido da EFPC, não sobre o volume da série ofertada.

c) Limites de Concentração por Emissor – Art. 42, Seção III, Capítulo VII:

“Art. 42 - A EFPC deve observar, considerada a soma dos recursos por ela administrados, o limite de até vinte e cinco por cento:

(...)

V - do patrimônio separado constituído nas emissões de CRI com a adoção de regime fiduciário.”

Entendimento ANBIMA: Este artigo trata da alocação total permitida para investimento pelas EFPC em uma mesma emissão de CRI por uma companhia securitizadora, emissão esta que pode ser composta por uma ou mais séries distintas de CRI. As Fundações podem adquirir até 25% do somatório das várias séries/patrimônios separados constituídos em uma mesma emissão de CRI com adoção de regime fiduciário de uma mesma companhia securitizadora.

Exemplo: A companhia securitizadora ABC está trazendo a mercado a quarta série de CRI de sua segunda emissão de valores mobiliários. O volume da quarta série de CRI que está sendo distribuído em mercado é de R\$ 300 milhões, enquanto que o valor total das várias séries / patrimônios separados de CRI emitidos com instituição de regime fiduciário dentro da segunda emissão da companhia securitizadora soma R\$ 1 bilhão. De acordo com nosso entendimento, a EFPC poderia comprar até R\$ 250 milhões da quarta série da segunda emissão da companhia securitizadora ABC. Ou seja, o limite de 25% aplica-se ao volume total de cada emissão da companhia securitizadora, volume este que é representado pela soma das várias séries / patrimônios separados que a compõem.

d) Limites de Concentração por Investimento – Art. 43, Seção IV, Capítulo VII:

“Art. 43 - A EFPC deve observar, considerada a soma dos recursos por ela administrados, o limite de vinte e cinco por cento de:

I - uma mesma série de títulos ou valores mobiliários;

Parágrafo único - Excetua-se do inciso I deste artigo ações, bônus de subscrição de ações, recibos de subscrição de ações, certificados de recebíveis emitidos com adoção de regime fiduciário e debêntures de emissão de SPE.”

Entendimento ANBIMA: A legislação não impõe restrição de investimento por parte das EFPC sobre o volume de cada série de CRI emitido, desde que em regime fiduciário. Portanto, o limite de 25% aplica-se ao volume total de cada emissão da companhia securitizadora, volume este que é representado pela soma das séries / patrimônios separados que a compõem.

Aproveitamos a oportunidade para renovar nossos protestos de elevado apreço e distinta consideração.

Permanecemos a disposição para quaisquer esclarecimentos adicionais que se façam necessários.

Atenciosamente,

ORIGINAL ASSINADO POR:

Luiz Carlos Sorge

Diretor da ANBIMA

C.C: Sr. Aguinaldo Lester Landi
Coordenador-Geral de Monitoramento de Investimento / CGMI / DIACE
Superintendência Nacional de Previdência Complementar - PREVIC

**Pleito enviado a**

Mauricio de Aguirre Nakata

Diretor de Assuntos Econômicos, Atuariais e Contábeis (Diace) – Previc
(Superintendência Nacional de Previdência Complementar)

Aguinaldo Lester Landi

Coordenador-geral de Monitoramento de Investimento (CGMI/Diace) – Previc
(Superintendência Nacional de Previdência Complementar)

Data: 06/12/2013

Assunto

Adendo ao Ofício DIR 027/12 de 06/08/2012
Alterações da Resolução nº 3.792/09

São Paulo, 06 de dezembro de 2013

OF. DIR. 044/13

Ilmos. Srs.

Mauricio de Aguirre Nakata

Diretor de Assuntos Econômicos, Atuariais e Contábeis - Diace

Aguinaldo Lester Landi

Coordenador-Geral de Monitoramento de Investimento/CGMI/DIACE

Superintendência Nacional de Previdência Complementar - Previc

Ref.: Adendo ao Ofício DIR 027/12 de 06/08/2012

Alterações da Resolução nº 3.792/09.

Prezados Senhores:

Fazemos referência ao Ofício DIR 027/2012, de 06/08/2012, para apresentar uma proposta de reavaliação sobre a possibilidade das entidades de previdência fechada de previdência complementar adquirir valores mobiliários emitidos por companhias fechadas ao amparo da Instrução CVM nº 476/2009, conforme a seguir descrita.

Atualmente, o artigo 19 da Res. nº 3.792 já permite a aquisição de títulos e valores mobiliários emitidos por Sociedades de Propósito Específico - SPE, classificando tais títulos e valores mobiliários como investimentos no segmento de renda variável. Tal previsão regulamentar possibilita a aquisição, por parte das entidades de previdência, de parcela do capital social de SPEs, inclusive de capital fechado.

Nesse sentido, entendemos que o investimento nas SPEs, via aquisição de títulos de dívida, tem características de riscos semelhantes ou até menores que os investimentos em renda variável. Além disso, atualmente a necessidade de desenvolvimento no segmento de infraestrutura tem levado o mercado a constituir empresas específicas para implementação dos projetos. Aliado a isto, a Lei nº 12.431, de 24/06/2011, que busca incentivar a emissão de títulos e valores mobiliários em segmentos específicos,

relacionados a investimentos e infraestrutura, estabeleceu, no seu artigo 2º, a necessidade da tomadora de recursos ser uma SPE, incluindo-se neste conceito todas as concessionárias, permissionárias e autorizadas, para financiamento de projetos validados pelos respectivos Ministérios setoriais competentes. Esses projetos, considerados prioritários na forma regulamentar pelo poder Executivo Federal através de Portarias Autorizativas, deverão constar da descrição do projeto e dados de identificação da SPE, o que contribui para o *disclosure* das informações. Essas emissões contam inclusive com benefício fiscal aos investidores estrangeiros, pessoas físicas e jurídicas, com regras mínimas de prazo e recompra, entre outras exigências.

Atualmente, 83 (oitenta e três) projetos foram aprovados como prioritários na forma regulamentada pelo Poder Executivo Federal (70 pelo Ministério de Minas e Energia, 12 pelo Ministério dos Transportes e um pelo Ministério das Comunicações).

Ainda considerando o disposto na Lei nº 12.431, o artigo 1º também busca incentivar a emissão de títulos ou valores mobiliários objeto de distribuição pública, de emissão de pessoas jurídicas de direito privado não classificadas como instituição financeira que tenham por finalidade alocar os recursos em projetos de investimento, inclusive os voltados à pesquisa, desenvolvimento e inovação, sendo que esses projetos também podem ser realizados através de SPE. Entendemos que as emissões realizadas por meio do artigo 1º também poderiam ser uma opção de aplicação de recursos por parte das entidades de previdência.

Vale ressaltar que todos os projetos realizados por meio da Lei nº 12.431 devem ter a destinação de recursos cumprida, conforme planejamento e projeto descritos nos documentos da oferta, para que o emissor não seja penalizado com multa equivalente a 20% do valor captado.

A captação de recursos através de instrumentos de dívida, em especial as ofertas públicas de emissões de debêntures, seja através da Instrução CVM nº 400 ou Instrução CVM nº 476, é muito utilizada para viabilização dos projetos de infraestrutura.

Também vale ressaltar que companhias que realizam projetos de infraestrutura são constituídas para desenvolver um determinado empreendimento; e, por conta disso, não se torna viável arcar com os custos relativos ao processo de abertura de capital, bem

como à manutenção da condição de companhia aberta. Sendo assim, muitos projetos são realizados através de companhias de capital fechado, utilizando estrutura de capital que geralmente envolve *equity*, emissão de dívida, inclusive com financiamentos estruturados pelo BNDES, e de captação de recursos no mercado de capitais.

Entendemos que a mesma análise que é realizada pelas entidades de previdência para investir em uma SPE, com objetivo de se tornar sócio dessa empresa, poderá ser feita, por analogia, para análise de crédito visando à aquisição de instrumentos de dívida.

Abaixo, segue a informação das emissões realizadas desde a edição da Lei nº 12.431:

Emissões no âmbito da Lei 12.431 via ICVM 476								
Empresa Aberta	Empresa	Volume (R\$ MM)			Data de vencimento	Remuneração	Taxa	Artigo da Lei 12.431
		Total	12.431	12.431 Mercado*				
Sim	ALL - América Latina Logística Malha Norte S.A.	160,0	160,0	160,0	18/10/2020	Prefixado	10,10	Art.2º
Sim	Minerva S. A.	450,0	450,0	450,0	29/01/2022	Prefixado	16,95	Art.1º
Sim	BR Malls Participações S. A.	420,0	420,0	364,0	17/01/2024	Prefixado	13,49	Art.1º
Sim	Marfrig Alimentos S. A.	570,0	570,0	570,0	22/01/2019	Prefixado	15,85	Art.1º
Não	Linhas de Transmissão de Montes Claros S.A.	25,0	25,0	25,0	15/04/2029	IPCA	8,75	Art.2º
Não	Santo Antonio Energia S.A.	420,0	420,0	420,0	27/12/2022	IPCA	6,20	Art.2º
Não	Interligação Elétrica do Madeira S.A.	350,0	350,0	350,0	18/03/2025	IPCA	5,50	Art.2º
Não	OGX Petróleo e Gás S. A.	2.100,0	2.100,0	2.025,0	28/03/2022	Prefixado	10,50	Art.1º
Não	Rio Canoas Energia S.A.	100,0	75,0	75,0	15/12/2024	IPCA	7,89	Art.1º
Não	OAS S/A	347,4	347,4	347,4	21/07/2024	Prefixado	9,47	Art.1º
		347,4	347,4	347,4	21/10/2024	Prefixado	9,47	
Não	Conc. Centro Adm. Distrito Federal S.A - CENTRAD	50,0	50,0	50,0	15/03/2018	IPCA	7,97	Art.1º
		50,0	50,0	50,0	15/03/2018	IPCA	7,97	
Não	Holcim (BRASIL) S.A.	450,0	450,0	450,0	01/10/2023	Prefixado	14,00	Art.1º
Não	Odebrecht Transport S.A.	300,0	300,0	300,0	15/10/2025	IPCA	6,70	Art.1º
Não	Jauru Transmissora de Energia S.A.	390,0	390,0	390,0	15/12/2030	IPCA	8,00	Art.2º
Não	Norte Brasil Transmissora de Energia S.A.	200,0	100,0	100,0	15/09/2026	IPCA	7,15	Art.2º
			100,0	100,0				
Total		6.729,7						

Sendo assim, sugerimos as seguintes alterações na Resolução nº 3.792:

1) Capítulo IV – Dos Investimentos

Alteração do artigo 18, que trata do segmento de renda fixa, de forma a permitir também a aquisição de títulos e valores mobiliários de SPE.

“Art. 18. São classificados no segmento de renda fixa:

(...)

V - os títulos e valores mobiliários de renda fixa de emissão de companhias abertas, incluídas as Notas de Crédito à Exportação (NCE) e Cédulas de Crédito à Exportação (CCE);

xx - os títulos e valores mobiliários de emissão de sociedades de propósito específico (SPE);”

(...)

Ainda com referência aos projetos de SPE, vimos expor algumas experiências recentes de mercado que confrontam com os termos constantes da atual Resolução nº 3792, em específico o parágrafo único do artigo 19.

Alguns projetos são realizados em empresas cujo CNPJ é proveniente de uma sociedade já constituída (geralmente uma sociedade limitada sem nenhuma atividade). Dessa forma, obrigatoriamente, o estatuto não é contemporâneo nem nos mesmos termos da data na constituição da sociedade. Ainda que o estatuto social tenha sido alterado de forma a prever o objeto social do projeto a ser realizado, podemos notar que as entidades de previdência ficam impedidas de aplicar seus recursos nessas SPEs, tendo em vista que a constituição da SPE foi anterior à alteração do objeto social.

Sendo assim, vimos propor as seguintes alterações no artigo 19:

“Parágrafo único. A SPE, mencionada no artigo 18 e no inciso III deste artigo, deve:

“I - ser constituída para financiamento de novos projetos;

II - ter prazo de duração determinado e fixado ~~(na data da de sua constituição)~~ de acordo com seu estatuto social; e

III - ter suas atividades restritas àquelas previstas no objeto social ~~(definido na data de sua constituição)~~.”

2) Capítulo VII – Dos Limites

Ainda sobre a proposta de inclusão de títulos e valores mobiliários de emissão de sociedades de propósito específico (SPE) no segmento de renda fixa, vimos propor as seguintes alterações, de forma a equiparar os limites que devem ser observados pelas entidades de previdência.

“Art. 35. Os investimentos classificados no segmento de renda fixa devem observar, em relação aos recursos de cada plano, os seguintes limites:

(...)

II - até oitenta por cento no conjunto dos ativos classificados no segmento de renda fixa, excluídos os títulos da dívida pública mobiliária federal, observados adicionalmente os limites estabelecidos no inciso III; e

III - até vinte por cento em cada uma das seguintes modalidades:

(...)

g - os títulos e valores mobiliários de emissão de sociedades de propósito específico (SPE); e

h) conjunto dos demais títulos e valores mobiliários de emissão de companhias abertas, excetuando-se as debêntures, ou de companhias securitizadoras.”

Quanto aos limites de alocação por emissor, entendemos que o limite previsto do artigo 41 da Resolução nº 3792, de 10%, é relativamente baixo, frente aos esforços realizados tanto pelo governo (principalmente por meio da Lei nº 12.431, acima mencionada) como pelo mercado para incentivar os projetos de infraestrutura.

Dessa forma, vimos propor aumento do limite de alocação por emissor de 10% para 20%, para as SPEs de desenvolvimento de infraestrutura.

3) Demais Dispositivos

Por fim, ressaltamos que as SPEs já devem prever em seus atos constitutivos ou regulamentos os seguintes requisitos: (art. 32 da Resolução):

I – proibição de emissão de partes beneficiárias e inexistência desses títulos em circulação;

II – mandato unificado de até dois anos para todos os membros do conselho de administração, se houver;

III – disponibilização, aos investidores, de contratos com partes relacionadas, acordo de acionistas e programas de opções de aquisição de ações, títulos ou outros valores mobiliários de emissão da companhia;

IV – adesão a câmara de arbitragem para resolução de conflitos societários;

V – auditoria anual de suas demonstrações contábeis por auditores independentes registrados na CVM; e

VI – a obrigação formal de, perante o fundo ou os sócios da sociedade de propósito específico, no caso de abertura de seu capital, aderir a segmento especial de bolsa de valores ou de entidade mantenedora de mercado de balcão organizado que assegure, no mínimo, níveis diferenciados de práticas de governança corporativa previstos neste artigo.”

Tais dispositivos, em adição aos estabelecidos na ICVM nº 476, reforçam ainda mais a governança e controles que as SPEs devem ter quando captam recursos de terceiros.

Aproveitamos a oportunidade para renovar nossos protestos de elevado apreço e distinta consideração.

Atenciosamente,

ORIGINAL ASSINADO POR:

Marcio Guedes

Presidente do Comitê de Finanças Corporativas e Diretor da

ANBIMA – Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais



Pleito enviado a

Fábio Coelho

Diretor de Assuntos Atuariais, Contábeis e Econômicos – Previc (Superintendência Nacional de Previdência Complementar)

Data: 30/09/2015

Assunto

Aprimoramentos da Resolução nº 3.792/09

São Paulo, 30 de setembro de 2015.

OF.DIR.027/2015

Sr. Fábio Coelho

Diretor de Assuntos Atuariais, Contábeis e Econômicos

Superintendência Nacional de Previdência Complementar - Previc

Ref.: Aprimoramentos da Resolução nº 3.792/09

Prezado Senhor,

Primeiramente, gostaríamos de agradecer a disponibilidade da Superintendência Nacional de Previdência Complementar (Previc) para a realização de reuniões periódicas com os associados da ANBIMA, tendo como tema central a discussão de aprimoramentos e atualizações na Resolução nº 3.792/09, do Conselho Monetário Nacional (CMN).

Os debates realizados têm sido de extrema relevância para consolidar os entendimentos e contribuir no processo de ajuste das regras de aplicação dos recursos garantidores dos planos administrados pelas entidades fechadas de previdência complementar (EFPC).

O presente documento consolida e atualiza o conjunto de propostas da Associação, dividido em duas seções: (i) sugestões de mudanças da Resolução nº 3.792/09 e (ii) esclarecimentos sobre tópicos específicos.

1. Sugestões de mudanças da Resolução nº 3.792/09:

1.1 Limite máximo de até 25% de concentração em cotas de um mesmo fundo de investimento no exterior

a) A proposta de exclusão do limite máximo de 25% de concentração em cotas de um mesmo fundo de investimento no exterior, enviada anteriormente no Of. Dir. 027/12 (item 1.3), encontra-se em estágio avançado de discussão com a área de Monitoramento de Investimento da Previc. Oportunamente, apresentaremos uma nova sugestão de texto.

b) Justificativa: Segundo a regulamentação vigente, para que a EFPC invista em cotas de fundos de investimento classificados no segmento de investimentos no exterior, se faz necessário criar um mutualismo entre, no mínimo, quatro entidades distintas, de forma que cada uma detenha, no máximo, 25% do patrimônio do fundo de investimento no exterior.

Para a constituição destes fundos, é preciso que todas as entidades estejam de acordo com as características do investimento, no mesmo momento, contratando o mesmo prestador de serviço de administração e gestão. A necessidade de todos esses fatores coincidirem acaba por tornar inviável a realização desses investimentos, limitando o leque de opções possível às EFPCs.

Ressaltamos que o objetivo é de manter o mutualismo, transferindo a regra de concentração para o fundo no exterior, mas abrindo um leque maior de opções de investimentos, já que a grande maioria dos fundos globais com patrimônio líquido já constituído se tornaria elegível à aplicação das EFPCs.

1.2 Inclusão dos Fundos de Índice (ETF) de Renda Fixa no rol de ativos do segmento de renda fixa:

a) Inclusão do inciso IX ao art. 18, na seção II “Dos Ativos”:

Art. 18. São classificados no segmento de renda fixa:

(...)

IX - as cotas de Fundos de Índice que busquem refletir as variações e a rentabilidade de índices de renda fixa.

b) Justificativa: A Instrução nº 537, da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), editada em 16 de setembro de 2013, permite que gestores de fundos de índice (ETFs) utilizem estratégias de investimento que reflitam o comportamento de índices de renda fixa no desempenho dos fundos. Os índices aceitos para a autorização dessa modalidade de veículo de investimento estiveram restritos, até esta ocasião, a índices baseados em carteiras de ativos de renda variável. Com a criação desta nova alternativa, sugerimos a inclusão dos Fundos de Índice de Renda Fixa no rol de ativos de renda fixa. Entendemos que este veículo pode constituir uma alternativa de investimento importante para a indústria das EFPCs.

1.3 Limite máximo de até 25% de concentração para um mesmo Fundo de Índice:

a) Exclusão do item (a) e (d) do inciso IV do art. 42, da seção III “Dos Limites de Concentração por Emissor”, de acordo com o item 1.4 do Of. Dir. 027/12:

Art. 42. A EFPC deve observar, considerada a soma dos recursos por ela administrados, o limite de até vinte e cinco por cento:

(...)

IV - do patrimônio líquido de um mesmo:

a) fundo de índice referenciado em cesta de ações de companhias abertas;

(...)

d) fundo de índice do exterior admitido à negociação em bolsa de valores do Brasil;

b) Justificativa: Devido à particularidade dos Fundos de Índice, que, em casos de resgates, entregam as ações proporcionais ao valor da movimentação de acordo com a

composição do índice de ações referencial do fundo resgatado, não há a possibilidade de iliquidez da carteira do fundo aplicado. Além disso, a gestão de todos os Fundos de Índice é eminentemente passiva e as carteiras são bastante diversificadas, pois replicam em, no mínimo, 95% de sua carteira índices de mercado aprovados pela CVM. De qualquer forma, há a alternativa de venda das cotas do Fundo de Índice em questão nos mercados secundários, o que salvaguarda o administrador da EFPC.

1.4 Brazilian Depositary Receipts (BDRs) Níveis II e III

a) Exclusão das BDRs níveis II e III do rol de ativos classificados como investimentos no exterior, incluindo os mesmos no segmento de renda variável.

Art. 19. São classificados no segmento de renda variável:

(...)

VIII - Brazilian Depositary Receipts classificados como nível II e III, de acordo com regulamentação específica da CVM.

Art. 21. São classificados no segmento investimentos no exterior:

(...)

IV - os certificados de depósito de valores mobiliários com lastro em ações de emissão de companhia aberta ou assemelhada com sede no exterior – Brazilian Depositary Receipts (BDR) – classificados como nível I, conforme regulamentação estabelecida pela CVM;

b) Justificativa: Diferentemente do previsto pela Resolução nº 3.792/09, do CMN, no que concerne à aplicação de recursos das EFPCs, a CVM, em diversos normativos, considera os BDRs de níveis II e III como ativos locais¹. Entendemos como um momento importante

¹ Em especial, no inciso II do parágrafo 7º do artigo 2º da Instrução nº 409/04, a CVM somente equipara a investimentos no exterior os BDRs de nível I: “os BDR classificados como nível I, de acordo com o disposto no art. 3º, § 1º, inciso I e § 2º, da Instrução CVM nº 332, de 4 de abril de

para reavaliar nossa Resolução, incorporando este conceito, permitindo a adequação aos produtos previdenciários, principalmente no momento em que novos fundos com tais características estão surgindo.

1.5 FIA – Mercado de Acesso

a) Inclusão dos incisos IX ao art.19, inciso VI ao art.30 e inciso VIII ao art.36:

Art. 19. São classificados no segmento de renda variável:

(...)

IX - Fundos de Ações – Mercado de Acesso

Art. 30. A aquisição de títulos e valores mobiliários classificados nos segmentos de renda fixa e de renda variável, bem como a prestação de garantias em investimentos de SPE, devem ser precedidas de análise de risco.

(...)

§ 2º Excetuam-se do **caput** os seguintes ativos:

VI - Fundos de Ações – Mercado de Acesso

2000, equiparam-se aos ativos financeiros negociados no exterior, exceto quando o fundo atender aos requisitos do § 3º do art. 95-B;”.

Os BDRs classificados como nível II e III são equiparados aos demais ativos locais:

“Art. 95-B. Os fundos classificados como “Ações” deverão ter como principal fator de risco a variação de preços de ações admitidas à negociação no mercado à vista de bolsa de valores ou entidade do mercado de balcão organizado.

§ 1º Nos fundos de que trata o caput:

I – 67% (sessenta e sete por cento), no mínimo, de seu patrimônio líquido deverão ser compostos pelos seguintes ativos financeiros:

- a) ações admitidas à negociação em bolsa de valores ou entidade do mercado de balcão organizado;
- b) bônus ou recibos de subscrição e certificados de depósito de ações admitidas à negociação nas entidades referidas na alínea “a”;
- c) cotas de fundos de ações e cotas dos fundos de índice de ações negociadas nas entidades referidas na alínea “a”; e
- d) Brazilian Depositary Receipts classificados como nível II e III, de acordo com o art. 3º, §1º, incisos II e III da Instrução CVM nº 332, de 04 de abril de 2000.”

Cabe mencionar que a Instrução nº 555/14 manteve o mesmo status para os BDRs classificados como nível II e III (artigo 115).

Art. 36. Os investimentos classificados no segmento de renda variável devem observar, em relação aos recursos de cada plano, o limite de até setenta por cento, observados adicionalmente os seguintes limites:

(...)

VIII - até trinta e cinco por cento em Fundos de Ações – Mercado de Acesso

b) Justificativa: A Instrução nº 549, da CVM, editada em 24 de junho de 2014, introduziu na Instrução nº 409/04 dispositivos que criaram os Fundos de Ações – Mercado de Acesso, através da inclusão dos parágrafos 5º ao 9º ao Artigo 95-B. Estas modificações foram posteriormente mantidas na Instrução nº 555, editada em 17 de dezembro de 2014, sob a forma dos parágrafos 5º ao 12º do Artigo 115, que, a partir de 1º de outubro de 2015, passará a regular a operação dos fundos de investimento no país. Entendemos como salutar, portanto, a possibilidade de utilização deste veículo como alternativa de investimento no segmento de renda variável das aplicações realizadas por EFPCs.

1.6 Fundo exclusivo multimercado com estratégia de proteção do principal investido:

a) Inclusão do § 8º ao art. 42, na seção III “Dos Limites de Concentração por Emissor”, de acordo com o item 1.5 do Of. Dir. 027/12:

Art. 42. A EFPC deve observar, considerada a soma dos recursos por ela administrados, o limite de até vinte e cinco por cento:

(...)

IV - do patrimônio líquido de um mesmo:

(...)

b) fundo de investimento classificado no segmento de investimentos estruturados;

(...)

§ 8º O limite estabelecido na alínea "b" do inciso IV não se aplica a Fundos Multimercado que tenham em seu regulamento como objetivo de investimento a proteção do capital investido.

b) Justificativa: Os Fundos de Capital Protegido são constituídos de forma customizada, possuindo estratégia específica e prazos de captação e de duração pré-determinados. Neste caso, podemos observar problema semelhante ao dos investimentos em fundos no exterior: as EFPCs precisam criar um mutualismo entre, no mínimo, quatro entidades, de forma que se tenha apenas 25% do patrimônio líquido do fundo detido por cada instituição; é necessário, neste contexto, que todas as entidades estejam de acordo com a estratégia de investimento, momento do investimento, contratação dos prestadores de serviços e com o prazo de duração do investimento, o que dificulta ou mesmo inviabiliza a realização da operação.

Estes fundos podem, por exemplo, oferecer a possibilidade de o investidor obter ganho proporcional à variação de índices de ações com proteção do principal investido, tratando-se de um importante produto para a diversificação de carteira.

Outro ponto que deve ser revisto é a limitação de 5% em prêmios de opção para fundos exclusivos, pois este limite também restringe as operações dos fundos multimercado de Capital Protegido, que em média utilizam 15% do patrimônio líquido do fundo em prêmios de opções para cumprimento da política de investimento.

1.7 Acrescentar a prestação de serviço de gestão de garantia pela entidade registradora como alternativa à necessidade de contraparte central garantidora da operação:

a) Alteração do Inciso IV do art. 44, de acordo com o item 1.6 do Of. Dir. 027/12:

Art. 44. A EFPC pode realizar operações com derivativos, desde que observadas, cumulativamente, as seguintes condições:

- I - avaliação prévia dos riscos envolvidos;
- II - existência de sistemas de controles internos adequados às suas operações;
- III - registro da operação ou negociação em bolsa de valores ou de mercadorias e futuros;
- IV - atuação de câmaras e prestadores de serviços de compensação e de liquidação como contraparte central garantidora da operação *ou como provedoras de serviços de gestão de garantia e colateral;*

b) Justificativa: A redação atual do inciso IV condiciona operações de derivativos à existência de contraparte central garantidora da operação. Portanto, proíbe a realização de operações de derivativos de balcão bilaterais, que podem ser customizadas e oferecer maior flexibilidade para atender às necessidades específicas de gerenciamento de risco da EFPC. O acréscimo da possibilidade da realização de contratos que tenham câmaras prestando serviços de gestão de colateral como alternativa, com a devida disponibilização ao órgão regulador dos valores de mercado de operações realizadas, e da garantia e colateral disponibilizados, mitiga o risco de crédito da contraparte, que é o que, em última instância, se busca também com a utilização da contraparte central.

1.8 Incluir previsão para possibilitar que as EFPCs realizem operações de derivativos de crédito nos moldes da Resolução nº 2.933/02, atuando na qualidade de contraparte receptora ou transferidora do risco de crédito:

a) Inclusão de parágrafo § 2º ao art. 44, de acordo com o item 1.7 do Of. Dir. 027/12:

Art. 44. A EFPC pode realizar operações com derivativos, desde que observadas, cumulativamente, as seguintes condições:

(...)

V - depósito de margem limitado a quinze por cento da posição em títulos da dívida pública mobiliária federal, títulos e valores mobiliários de emissão de instituição financeira autorizada a funcionar pelo Bacen e ações pertencentes ao Índice Bovespa da carteira de cada plano ou fundo de investimento; e

VI - valor total dos prêmios de opções pagos limitado a cinco por cento da posição em títulos da dívida pública mobiliária federal, títulos e valores mobiliários de emissão de instituição financeira autorizada a funcionar pelo Bacen e ações pertencentes ao Índice Bovespa da carteira de cada plano ou fundo de investimento.

Parágrafo único §1º Para verificação dos limites estabelecidos nos incisos V e VI deste artigo, não serão considerados os títulos recebidos como lastro em operações compromissadas. *§2º: As operações com derivativos citados no caput englobam derivativos de crédito, podendo as EFPCs atuar como contrapartes receptoras ou transferidoras de risco de crédito em operações de derivativos de crédito.*

b) Justificativa: Não existe previsão clara sobre a possibilidade de EFPCs realizarem operações de derivativos de crédito. Os derivativos de crédito são contratos onde as partes negociam o risco de crédito de operações, sem implicar, no ato da contratação, a transferência do ativo subjacente às referidas operações. Em um contrato de *swap* de crédito, a contraparte receptora do risco recebe uma taxa de proteção pactuada e assume o risco de crédito referente a um determinado ativo subjacente, comprometendo-se a ressarcir à contraparte transferidora, na ocorrência de determinados eventos de crédito, os valores pactuados. Estas operações são passíveis de registro em entidades registradoras de derivativos de balcão. Os derivativos de crédito oferecem grande flexibilidade para as EFPCs receberem uma remuneração quando atuarem como receptoras de risco, ou para se protegerem quando atuarem como transferidoras de risco de crédito. Uma das grandes vantagens da utilização de derivativos de crédito é não se limitar aos prazos de ativos disponíveis no mercado, ou seja, uma EFPC pode, através de um derivativo de crédito, comprar proteção por um prazo curto para um determinado ativo de prazo longo de sua carteira (por exemplo, comprar proteção por um ano para uma debênture de cinco anos). Ou, alternativamente, assumir o risco de crédito de um determinado ativo subjacente sem comprar o próprio ativo, podendo escolher um prazo mais curto ou mais longo do que o dos ativos disponíveis no mercado.

1.9 Operações de *day trade*

a) Ajuste no inciso X do art. 53 do capítulo de vedações, de acordo com o item 1.9 do Of. Dir. 027/12:

Art. 53. É vedado à EFPC:

(...)

X - realizar *em carteira própria* operações de compra e venda de um mesmo título, valor mobiliário ou contrato derivativo em um mesmo dia (operações **day trade**), excetuadas as realizadas em plataforma eletrônica ou em bolsa de valores ou de mercadorias e futuros, desde que devidamente justificadas em relatório atestado pelo AETQ; *ou pelo administrador do fundo de investimento*;

b) Justificativa: Atualmente, não existe vedação para a realização de operações de *day trade*, contanto que, após a realização deste tipo de operação, seja enviada à Previc justificativa através de relatório. A necessidade de justificativa faz com que as operações sejam vedadas pelas próprias entidades quando da aprovação de suas políticas de investimento. Considerando a gestão profissional dos fundos de investimento, que possuem forte regulação pela CVM e autorregulação pela ANBIMA, acreditamos que não haja espaço para a realização de operações prejudiciais aos fundos pelos seus gestores através de *day trades*. No entanto, levando-se em consideração que se deixa de realizar operações devido à vedação de operações *day trade*, um ativo que tenha sido comprado na mesma data, e que tenha tido queda de seu preço durante o dia, alcançando seu *stop loss*, não poderia ser zerado. Dessa forma, um mesmo gestor acaba tendo que agir de forma diferenciada entre seus cotistas, não zerando operações com perdas de fundos detidos por entidades, ou com ganhos proporcionais ao almejado pelo gestor, como exemplo. Assim, consideramos que a regra tende a ser mais prejudicial do que benéfica às entidades. Dessa forma, sugerimos que seja admitida a realização destas operações tão somente aos fundos, vedando-as apenas para a carteira própria.

1.10. Permissão para que as EFPC invistam em valores mobiliários emitidos por companhias fechadas ao amparo da Instrução nº 476/09 da CVM

a) Inclusão de novo inciso no artigo 18, de acordo com o item 1.1 do Of. Dir. 027/12 :

Art. 18. São classificados no segmento de renda fixa:

(...)

X - os títulos e valores mobiliários de renda fixa de emissão de companhias fechadas, desde que objeto de oferta pública, mesmo que no âmbito de esforços restritos de distribuição nos termos regulamentados pela Comissão de Valores Mobiliários.

b) Justificativa: Hoje as EFPCs somente têm permissão para adquirir valores mobiliários de emissão de companhias abertas, independente de sua forma de distribuição (com esforços restritos ou distribuição ampla). Sendo assim, entende-se pertinente a solicitação da previsibilidade dos títulos e valores mobiliários de renda fixa de emissão de companhias de capital fechado, tendo-se em vista as exigências já solicitadas na Instrução CVM nº 476 para tais empresas.

Exigências ao Coordenador Líder:

1) Não eximem o coordenador líder da oferta de tomar todas as cautelas e agir com elevados padrões de diligência, respondendo pela falta de diligência ou omissão, para assegurar que as informações prestadas pelo ofertante sejam verdadeiras, consistentes, corretas e suficientes, permitindo aos investidores uma tomada de decisão fundamentada a respeito da oferta (artigo 11, I). Qualquer problema eventual a CVM poderá acionar a instituição líder para verificar se esta agiu com diligência;

Exigências à Companhia Emissora:

- 2) Os emissores de valores mobiliários admitidos à negociação nos mercados de balcão organizado e não organizado, após o período de carência de 90 (noventa) dias da subscrição ou aquisição pelo investidor, deverão (artigo 17):
- (i) preparar demonstrações financeiras de encerramento de exercício e, se for o caso, demonstrações consolidadas em conformidade com a Lei nº 6.404/76 e regras emitidas pela CVM;
 - (ii) submeter suas demonstrações financeiras a auditoria, por auditor registrado na CVM;
 - (iii) divulgar suas demonstrações financeiras, acompanhadas de notas explicativas e pareceres dos auditores independentes, em sua página na rede mundial de computadores, dentro de 3 (três) meses contados do encerramento do exercício social;
 - (iv) manter os referidos documentos em sua página na rede mundial de computadores, por um prazo de 3 (três) anos.

Com o objetivo de trazer maior segurança para a Previc, poderemos estudar uma forma de incluir nas escrituras de emissão de debêntures uma obrigatoriedade para que os emissores providenciem uma auditoria semestral nas demonstrações financeiras, assim como previsto para as SPEs, ou então, alguma outra forma que possa proporcionar o conforto para análise e monitoramento desses emissores até o vencimento dos referidos valores mobiliários.

Adicionalmente, gostaríamos de informar que, conforme pesquisa efetuada junto ao registro de emissores no site www.debentures.com.br, não foi constatado, desde o lançamento da Instrução nº 476/09, nenhum caso de inadimplemento nesse tipo de emissão.

Podemos observar a importância da inclusão dessas companhias quando se identifica que, em 2014, 73,4%² do número total de ofertas de debêntures com esforços restritos (263 ofertas em 2014) foram realizadas por companhias de capital fechado, sendo aproximadamente R\$ 35,4 bilhões em ofertas.

² Consultado em http://portal.anbima.com.br/informacoes-tecnicas/boletins/mercado-de-capitais/Documents/BoletimMK_201502.pdf

A Lei nº 12.431, de 24/06/2011, conforme alterada, que busca incentivar a emissão de títulos e valores mobiliários em segmentos específicos, relacionados a investimentos e infraestrutura, estabeleceu, no seu artigo 2º, a necessidade da tomadora de recursos ser uma SPE. Ou seja, esse pleito abarca também as ofertas realizadas via Lei 12.431.

Vale ressaltar que companhias que realizam projetos de infraestrutura são constituídas para desenvolver um determinado empreendimento; e, por conta disso, não se torna viável arcar com os custos relativos ao processo de abertura de capital, bem como à manutenção da condição de companhia aberta. Sendo assim, muitos projetos são realizados através de companhias de capital fechado, utilizando estrutura de capital que geralmente envolve *equity*, emissão de dívida, inclusive com financiamentos estruturados pelo BNDES, e de captação de recursos no mercado de capitais.

Por fim, enviamos uma estatística das emissões realizadas através da Instrução nº 476/09, onde é possível notar a grande representatividade das ofertas realizadas por companhias de capital fechado (Anexo I ao Ofício).

1.11 Alteração da necessidade do prazo de duração da SPE ser fixado e determinado na data da sua constituição, passando a ser de acordo com o estatuto social

a) Alteração dos incisos II e III e da redação do parágrafo único do art.19, de acordo com o item 1 do Of. Dir. 044/13:

Parágrafo único. A SPE [sem registro na CVM](#), mencionada no [artigo 18](#) e no inciso III deste artigo, deve:

I - ser constituída para financiamento de novos projetos, incluindo aqueles decorrentes de concessões e permissões de serviços públicos; (Redação dada pela Resolução nº 4.275, de 31/10/2013.)

II - ter prazo de duração determinado e fixado ~~(na data da de sua constituição)~~ de acordo com seu estatuto social; e

III - ter suas atividades restritas àquelas previstas no objeto social ~~(definido na data de sua constituição).~~”

b) Justificativa: Alguns projetos são realizados em empresas cujo CNPJ é proveniente de uma sociedade já constituída (geralmente uma sociedade limitada sem nenhuma atividade). Dessa forma, obrigatoriamente, o estatuto não é contemporâneo nem nos mesmos termos da data na constituição da sociedade. Ainda que o estatuto social tenha sido alterado de forma a prever o objeto social do projeto a ser realizado, podemos notar que as entidades de previdência ficam impedidas de aplicar seus recursos nessas SPEs, tendo em vista que a constituição da SPE foi anterior à alteração do objeto social.

1.12 Inclusão dos Fundos de Ações cujos regulamentos prevejam a possibilidade de realização de operações em valor superior ao seu respectivo patrimônio líquido no segmento de investimentos estruturados

a) Inclusão do inciso V no *caput* do art.20, alteração do inciso II do art. 37 e inclusão do § 5º no art. 53, de acordo com o item 1.2 do Of. Dir. 027/12:

Art. 20. São classificados no segmento investimentos estruturados:

(...)

V – as cotas de fundos de investimento e as cotas de fundos de investimento em cotas de fundos de investimento classificados como ações cujos regulamentos prevejam a possibilidade de realização de operações em valor superior ao seu respectivo patrimônio líquido e observem exclusivamente a legislação estabelecida pela CVM, aplicando-se os limites, requisitos e condições estabelecidos a investidores que não sejam considerados qualificados, nos termos da regulamentação da CVM.

Art. 37. Os investimentos classificados no segmento de investimentos estruturados devem observar, em relação aos recursos de cada plano, o limite de até vinte por cento, observados adicionalmente os seguintes limites:

(...)

II - até dez por cento em cotas de fundos de investimento e em cotas de fundos de investimento em cotas de fundos de investimento classificados como multimercado *e ações cujos regulamentos prevejam a possibilidade de realização de operações em valor superior ao seu respectivo patrimônio líquido.*

b) Justificativa: Entendemos a existência da classificação de investimentos estruturados como sendo uma classe de investimentos alternativos. Neste sentido, se incluem nesta classificação os Fundos Multimercados cujos regulamentos observem exclusivamente a regulação estabelecida pela CVM. No entanto, existem Fundos de Ações disponíveis ao público em geral que realizam os mesmos tipos de estratégia, incluindo principalmente as operações de alavancagem.

Hoje as EFPCs estão impedidas pela Resolução nº 3.792/09 de investir nos Fundos de Ações que possuem as mesmas estratégias de investimento de um Fundo Multimercado. Tais fundos de investimento possuem gestores especializados e históricos de rentabilidade, incluindo comportamentos em períodos de crise que os tornariam elegíveis ao investimento das entidades, sem que haja necessidade de criação de fundos dedicados, em linha com a necessidade de maior diversificação das entidades.

1.13 Ajustes redacionais – classificação dos Fundos de Índice de Renda Variável e Investimento no Exterior:

a) Alteração de item no inciso II do art.19, inciso III do art. 21, na seção II “Dos Ativos” e art. 47 inciso III:

Art. 19. São classificados no segmento de renda variável:

(...)

II - as cotas de fundos de índice *que busquem refletir as variações e a rentabilidade de índices referenciado em cesta* de ações de companhias abertas, admitidas à negociação em bolsa de valores *ou entidade de mercado de balcão organizado*;

Art. 21. São classificados no segmento investimentos no exterior:

(...)

III - as cotas de fundos de índice *cujas carteiras sejam compostas por cotas de fundos de índice estabelecidos em outras jurisdições já existentes e que busquem replicar índices internacionais reconhecidos pela CVM, de exterior* admitidas à negociação em bolsa de valores *ou entidade de mercado de balcão organizado de Brasil*;

Art. 47. Os investimentos realizados por meio de fundos de investimentos e de fundos de investimentos em cotas de fundos de investimentos devem ser consolidados com as posições das carteiras próprias e carteiras administradas para fins de verificação dos limites estabelecidos nesta Resolução.

Parágrafo único. Excetua-se das disposições do *caput*:

(...)

III – os fundos de índice *que busque refletir as variações e a rentabilidade de índices referenciado em cesta* de ações de companhias abertas, *admitidas à negociação em bolsa de valores ou entidade de mercado de balcão organizado, classificados nesta Resolução como segmento “renda variável” ou “investimento no exterior”*;

b) Justificativa: Com relação ao inciso II do artigo 19, sugerimos ajuste redacional com vistas a uniformizar o conceito entre os normativos editados pelo CMN, pela CVM e pela Previc. Quanto ao inciso III do artigo 21, nossa proposta tem como objetivo circunstanciar a alocação de cotas de investimentos no exterior e, em consonância, propomos a adequação do inciso III do artigo 47.

Requisitamos observar que os fundos que investem em cotas de Fundos de Índice constituídos no exterior já são considerados pela CVM como fundos locais, de acordo com a Instrução nº 359/02; caso o entendimento dos senhores seja similar, sugerimos a exclusão do texto em referência.

1.14 Utilização de cota de Fundo de Índice como garantia para operações de derivativos:

a) Inclusão de trecho no inciso V do artigo 44.

Art. 44. A EFPC pode realizar operações com derivativos, desde que observadas, cumulativamente, as seguintes condições:

(...)

V - depósito de margem limitado a 15% da posição em títulos da dívida pública mobiliária federal, títulos e valores mobiliários de emissão de instituição financeira autorizada a funcionar pelo Bacen, *fundos de índice* e ações pertencentes ao Índice Bovespa da carteira de cada plano ou fundo de investimento; e

b) Justificativa: A Resolução nº 3.792/09 não prevê a possibilidade de utilização das cotas de Fundos de Índice (ETFs) como depósito de margem de garantia. Aventamos a inclusão deste ativo, observando que atualmente a referida Resolução já permite a utilização de ações como depósito de margem e que, segundo o conceito utilizado pela BM&FBovespa, ETFs e ações, são entendidos como garantias equiparáveis.

1.15 Ajustes redacionais – demais alterações:

a) Alteração do inciso III, do § 2º do art.30 e inciso V do art. 36, art.41 inciso III alínea G:

Art. 30. A aquisição de títulos e valores mobiliários classificados nos segmentos de renda fixa e de renda variável, bem como a prestação de garantias em investimentos de SPE, devem ser precedidas de análise de risco.

(...)

§ 2º Excetuam-se do *caput* os seguintes ativos:

(...)

III - as cotas de fundos de índice *que busque refletir as variações e a rentabilidade de índices referenciado em cesta* de ações de companhias abertas, admitidas à negociação em bolsa de valores *ou entidade de mercado de balcão organizado*;

Art. 36. Os investimentos classificados no segmento de renda variável devem observar, em relação aos recursos de cada plano, o limite de até setenta por cento, observados adicionalmente os seguintes limites:

(...)

V - até trinta e cinco por cento em ações de emissão de companhias abertas não mencionadas nos itens I a IV, bem como em cotas de fundos de índice *que busque refletir as variações e a rentabilidade de índices referenciados em de* ações admitidas à negociação em bolsa de valores *ou entidade de mercado de balcão organizado*;

Art. 41. A EFPC deve observar, em relação aos recursos de cada plano por ela administrado, os seguintes limites de alocação por emissor:

[...] III - até dez por cento se o emissor for:

[...] g) fundo de índice *que busque refletir as variações e a rentabilidade de índices referenciado em cesta* de ações de companhias abertas, *admitidas à negociação em bolsa de valores ou entidade de mercado de balcão organizado*;

b) Justificativa: Com relação aos artigos em questão, sugerimos ajustes redacionais com vistas a uniformizar o conceito entre os normativos editados pelo CMN, pela CVM e pela Previc.

1.16 Vedações

a) Inclusão de trecho no inciso VII do artigo 53.

Art. 53. É vedado à EFPC:

(...)

VII - *Em carteira própria* aplicar recursos em companhias que não estejam admitidas à negociação nos segmentos Novo Mercado, Nível 2 ou Bovespa Mais da BM&FBovespa, salvo se estas tiverem realizado sua primeira distribuição pública em data anterior a 29 de maio de 2001;

b) Justificativa: Conforme o critério apresentado no pleito referente ao item 1.5, que trata da realização de operações de *day trade*, consideramos que a gestão profissional dos fundos de investimento, que possuem forte regulação pela CVM e autorregulação pela ANBIMA, não abre espaço para a realização de operações prejudiciais aos fundos pelos seus gestores. Neste contexto, entendemos que esta vedação se torna importante apenas para a carteira própria.

1.17 Aquisição de títulos de companhias fechadas (infraestrutura)

a) Inclusão das companhias fechadas nos limites de alocação e alocação por emissor

Art. 35. Os investimentos classificados no segmento de renda fixa devem observar, em relação aos recursos de cada plano, os seguintes limites:

(...)

II - até oitenta por cento no conjunto dos ativos classificados no segmento de renda fixa, excluídos os títulos da dívida pública mobiliária federal, observados adicionalmente os limites estabelecidos no inciso III; e

III - até vinte por cento em cada uma das seguintes modalidades:

(...)

g) conjunto dos demais títulos e valores mobiliários de emissão de companhias abertas ou fechadas, excetuando-se as debêntures, ou de companhias securitizadoras.”

Art. 41. A EFPC deve observar, em relação aos recursos de cada plano por ela administrado, os seguintes limites de alocação por emissor:

(...)III - até dez por cento se o emissor for:

b) companhia aberta com registro na CVM, companhia fechada ou assemelhada;

b) Justificativa: Alinhamento com o pleito do artigo 18 de inclusão das companhias de capital fechado no segmento de Renda Fixa.

1.18 Inclusão de Certificados de Operações Estruturadas (COE) no rol de ativos do segmento de investimentos estruturados

a) Inclusão do inciso VI, ao art. 20:

Art. 20. São classificados no segmento investimentos estruturados:

(...)

VI – Certificados de Operações Estruturadas (COE).

b) Justificativa: Entendemos a existência da classificação de investimentos estruturados como sendo uma classe de investimentos alternativos, que não têm características que os incluam exclusivamente nas categorias existentes, como por exemplo, renda fixa e renda variável. Nesse sentido, se incluem nesta classificação os Certificados de Operações Estruturadas (COE), que são instrumentos que têm características tanto de renda fixa quanto de renda variável. O COE foi criado pela Lei nº 12.249, de 11 de junho de 2010, e foi regulamentado pelo Conselho Monetário Nacional e pelo Banco

Central em novembro de 2013, por meio da Resolução nº 4.263 e as circulares BC nº 3.684 e nº 3.685.

1.19 Limite máximo de até 25% de concentração no segmento de investimentos estruturados

- a) Alteração do limite disposto no *caput* do art. 37 e inclusão do inciso III:

Art. 37. Os investimentos classificados no segmento de investimentos estruturados devem observar, em relação aos recursos de cada plano, o limite de até vinte e cinco por cento, observados adicionalmente os seguintes limites:

(...)

III – até dez por cento em Certificados de Operações Estruturadas (COE).

- b) Justificativa: Considerando a solicitação de inclusão dos Certificados de Operações Estruturadas (COE) no segmento de investimentos estruturados, solicitamos a extensão do limite do referido segmento para 25%, de modo a acomodar a ampliação do rol de instrumentos financeiros classificados no segmento investimentos estruturados.

Nesse sentido, solicitamos que o COE observe o limite, apartado dos limites individuais atribuídos aos fundos de investimento considerados no artigo, de até 10%, devido às características particulares do produto, de maneira a conferir flexibilidade na gestão de portfolio e transparência e segregação nas atividades de controladoria e processamento operacional que são realizados pelas fundações, ao mesmo tempo em que seja respeitado o limite máximo de recursos para o segmento.

2. Esclarecimentos adicionais

2.1 Entendimento da dispensa de limites para os fundos estruturados

Gostaríamos de ratificar com a Previc a interpretação de que as disposições de dispensa trazidas no inciso III, do §1º, do art.46 relativos às modalidades, requisitos e condições estabelecidos aos fundos de investimento também se aplicam ao art. 44 desta Resolução.

Art. 46 Os investimentos realizados por meio de fundos de investimento devem observar as modalidades de investimentos, os requisitos e as condições estabelecidos nesta Resolução.

1º Excetua-se das disposições do **caput**.

(...)

III – os fundos de investimento e fundos de investimento em cotas de fundos de investimento classificados no segmento de investimentos estruturados.

Desde já, agradecemos a apreciação de nossas sugestões e considerações e nos colocamos à disposição para darmos continuidade às discussões dos pontos aqui apresentados.

Sendo o que nos cumpre para o momento, aproveitamos a oportunidade para renovar nossos votos de elevado apreço e distinta consideração.

Atenciosamente,

Luiz Sorge

Diretor da ANBIMA

Associação Brasileira das Entidades
dos Mercados Financeiro e de Capitais





Pleito enviado a

Roberto Westenberger
Superintendente - Susep (Superintendência de Seguros Privados)

Data: 22/10/2015

Assunto

Alterações da Resolução nº 3.308/05

São Paulo, 22 de outubro de 2015.

OF. DIR. 030/2015

Ilmo. Sr.

Roberto Westenberger

Superintendente da Superintendência de Seguros Privados - SUSEP

Rio de Janeiro – RJ

Ref.: Alterações da Resolução nº 3.308/05.

Prezados Senhores,

Primeiramente, gostaríamos de agradecer a disponibilidade da Superintendência de Seguros Privados (Susep) em realizar reuniões através da Comissão de Investimentos da entidade, bem como, compartilhar com a ANBIMA, em 07/08/2015, a minuta com proposta de aprimoramento e atualização da Resolução nº 3.308/05, do Conselho Monetário Nacional (CMN).

As discussões realizadas têm sido de grande valia para nossos associados e vêm sendo de extrema relevância para consolidar os entendimentos e as eventuais modificações pertinentes às diretrizes de aplicação dos recursos das provisões, das reservas técnicas e dos fundos das sociedades seguradoras, das sociedades de capitalização, das entidades abertas de previdência complementar e dos resseguradores locais.

Neste contexto, apresentamos a seguir a consolidação e a atualização de nossas propostas de alteração da referida Resolução. O documento foi dividido em três seções: (i) a primeira consolida as sugestões de alteração consideradas de extrema relevância, conforme entendimento alcançado em reunião no dia 17/08/2015 junto à Comissão de Investimento da Susep; (ii) a segunda reitera propostas encaminhadas anteriormente, e que também possuem como objetivo o aprimoramento da Resolução; (iii) a terceira refere-se a ajustes redacionais.

I - Alterações essenciais:

Artigo 7º

X – títulos **representativos** da Dívida ~~Pública-Mobiliária-Federal-Soberana~~ **externa de países**

Justificativa: A alteração proposta tem por objetivo permitir a aplicação em títulos soberanos de países considerados de baixo risco de crédito pelo gestor.

Artigo 9º

§ 2º Não serão consideradas como ativos garantidores as ações, títulos, e valores mobiliários ~~ou qualquer obrigação~~ de emissão da própria sociedade seguradora ou da sociedade de capitalização ou da entidade aberta de previdência complementar ou do ressegurador local, bem como as ações, títulos, e valores mobiliários ~~e obrigações~~ de emissão de partes relacionadas.

Justificativa: O texto é bastante abrangente, podendo gerar entendimento de vedação às operações compromissadas com parte relacionada.

Artigo 12

~~Art. 12. É vedada a aquisição de cotas de dos fundos de investimento, nas modalidades regulamentadas pela Comissão de Valores Mobiliários, cujos regulamentos permitam a realização de operações que possam resultar em patrimônio líquido negativo e na consequente obrigação do cotista aportar recursos adicionais para cobrir o prejuízo do fundo.~~

Justificativa: A sugestão de exclusão do artigo é em função da vedação já ser tratada na Resolução CNSP nº 321, de 15.07.2015.

Artigo 13

Art. 13. Na Modalidade Renda Fixa, os seguintes limites deverão ser observados, isolada e cumulativamente:

(...)

II - até 75% (setenta e cinco por cento) dos recursos em:

a) obrigações ou coobrigações de renda fixa de instituições financeiras, ~~com garantia integral do Fundo Garantidor de Créditos (FGC);~~

Justificativa: Sugerimos a exclusão da exigência de garantia do FGC, uma vez que, inviabiliza a aplicação em CDBs e Letras Financeiras. Tal exigência não existe atualmente. O risco de crédito de tais operações encontra-se mitigado pelos limites por emissor estabelecidos na norma e também pelas atuais regras de capital por risco de crédito.

b) Letras Imobiliárias Garantidas (LIG); e

c) obrigações de organismos multilaterais admitidos à negociação no Brasil.

d) cotas de Fundos de Índices de Renda Fixa;

e) cotas de Fundos Renda Fixa, com exceção daqueles que possuam em sua denominação o sufixo “Crédito Privado”.

Justificativa: Solicitamos a inclusão da alínea “e” com objetivo de aumentar o limite para fundos de investimento de renda fixa com menor risco de crédito em suas carteiras. Conforme previsto na ICVM nº 555 (antiga ICVM 409), os fundos de renda fixa com os sufixos “Curto Prazo”, “Referenciado”, “Simples” e “Dívida Externa” são compostos por: títulos públicos; títulos de emissão ou coobrigação de instituições financeiras que possuam classificação de risco atribuída pelo gestor, no mínimo, equivalente àqueles atribuídos aos títulos da dívida pública federal; além de títulos privados que sejam considerados de baixo risco de crédito pelo gestor. Desta forma, entendemos que não há prejuízo para a carteira das sociedades supervisionadas a previsão do respectivo valor mobiliário.

III – até 50% (cinquenta por cento) dos recursos em:

~~a) cotas de Fundos de Índice de Renda Fixa;~~

Justificativa: Limite transferido para 75%

a) cotas de Fundos de Renda Fixa, que tenham em sua denominação o sufixo “Crédito Privado”

Justificativa: Alteração em função da sugestão de aumento de limite para fundos de crédito privado conforme item “e”, inciso II do artigo 13, supracitado.

b) valores mobiliários ou outros ativos financeiros de renda fixa emitidos por companhia aberta; e

c) obrigações de renda fixa de instituições financeiras, não relacionadas no inciso II e IV.

Artigo 14

Art. 14. Os seguintes limites deverão ser observados, isolada ou cumulativamente:

I - até 100% (cem por cento) dos recursos em ações, os correspondentes bônus de subscrição, recibos de subscrição e certificados de depósito, admitidas à negociação em segmento especial, instituído por bolsa de valores no Brasil, que assegure, através de vínculo contratual entre a bolsa e o emissor, práticas diferenciadas de governança corporativa, ~~contemplando, no mínimo, a obrigatoriedade de cumprimento das seguintes regras:~~ observando no mínimo, as normas emitidas pela Superintendência de Seguros Privados que tratem o assunto.

- ~~a) realização de oferta pública de aquisição de ações (OPA), quando exigida pela bolsa de valores, a valor econômico estabelecido em laudo de avaliação, em caso de saída da companhia do segmento especial;~~
- ~~b) resolução de conflitos societários por meio de arbitragem;~~
- ~~c) realização de oferta pública de aquisição para todas as ações em caso de alienação do controle da companhia, pelo mesmo valor e nas mesmas condições ofertadas ao acionista controlador (tagalong); e~~
- ~~d) previsão expressa no estatuto social da companhia de que seu capital social seja dividido exclusivamente em ações ordinárias.~~

Justificativa: O objetivo da alteração sugerida é que os requisitos de governança sejam contemplados em uma norma/circular específica, a ser emitida pela Susep. Desta forma, qualquer alteração/atualização futura seria realizada de forma mais rápida e fácil.

Artigo 16

I – (...)

- a) títulos **representativos** da Dívida ~~Pública Mobiliária Federal-Soberana~~ **externa de países**

Justificativa: Ajuste em função de sugestão de alteração do inciso X do artigo 7º.

Artigo 19

Inclusão do parágrafo a seguir:

§ 4º O limite estabelecido na alínea "a" do inciso IV não se aplica aos fundos de investimento especialmente constituídos, de que tratam os arts. 22 a 24, e cuja política de investimentos consista em buscar reproduzir o desempenho de um índice de mercado.

Justificativa: Permitir que os fundos de investimentos especialmente constituídos possam perseguir estratégias indexadas de investimentos. Alguns índices de ações brasileiras têm concentração superior a 15% em uma mesma empresa. A título de exemplo, a carteira teórica de 25/08/2015 do índice IDIV, que tem por objetivo medir o desempenho das ações de empresas que se destacam na remuneração aos investidores através de dividendos e JCP, possui alocação de 18% em Vale e sua 2ª carteira teórica prévia para início de vigência em 08/09/2015 amplia esta alocação para 19,9%.

Artigo 21

Art. 21. As sociedades seguradoras, sociedades de capitalização, entidades abertas de previdência complementar e os resseguradores locais, devem observar, considerado o montante da necessidade de cobertura das provisões, reservas técnicas e fundos mencionados no art. 1º por elas administrados, o limite de 25% (vinte e cinco por cento) de uma mesma ~~classe ou~~ série de títulos ou valores mobiliários.

Justificativa: A alteração proposta tem por objetivo clarificar que o limite refere-se à série, mantendo também o texto alinhado à norma atualmente vigente (art. 14 da resolução nº 3.308/05), que faz referência somente à “série”.

Artigo 25

Art. 25. É facultado aos fundos de investimento especialmente constituídos de que tratam os arts. 22 a 24, a realização de operações através de contratos derivativos. ~~A atuação do FIE em mercados de derivativos:~~

- ~~I — deverá ser realizada exclusivamente para proteção da carteira, podendo, inclusive, realizar operações de síntese de posição do mercado à vista;~~
- ~~II — não pode gerar, a qualquer tempo, exposição superior a uma vez o respectivo patrimônio líquido;~~
- ~~III — não pode gerar, a qualquer tempo e cumulativamente com as posições detidas à vista, exposição superior a uma vez o respectivo patrimônio líquido, por cada fator de risco;~~
- ~~IV — não pode realizar operações de venda de opção a descoberto; e~~
- ~~V — não pode ser realizada na modalidade “sem garantia”.~~

Justificativa: Solicitamos a exclusão do texto, uma vez que, tais disposições já constam em regra específica: artigo 89 da Resolução CNSP nº 321, de 2015.

(...)

§4º A exposição resultante da utilização de instrumentos derivativos deve ser considerada para fins de enquadramento da carteira dos fundos de investimento especialmente constituídos de que tratam os arts. 22 a 24 nos limites de alocação por ativo, alocação por segmento, requisitos de diversificação, ~~e prazos~~ de que trata o presente regulamento.

Justificativa: Ajuste redacional em função da exclusão dos derivativos do acompanhamento dos prazos médios de que tratam os arts. 27 e 28.

Artigo 26

§1º. As operações de que tratam o caput ficam limitadas a 25% (vinte e cinco por cento) do patrimônio líquido ~~consolidado dos de cada~~ fundos de investimento especialmente constituído ~~de que tratam os artigos 22 e 23~~.

Justificativa: Permitir maior flexibilidade na gestão dos fundos de investimento especialmente constituídos, adequando ao perfil de risco dos clientes e eventual necessidade de liquidez.

(...)

§5º A realização das operações de que trata o caput, ~~deverá, ainda, observar as normas emitidas pela~~ ~~fica~~ ~~condicionada à prévia autorização da~~ Superintendência de Seguros Privados, ~~que tratem o assunto~~.

Justificativa: Alteração de forma a deixar mais claro como será a atuação do regulador para permitir a execução das operações.

II – Reiteração de pleitos anteriores

Artigo 4º

Inclusão do inciso:

XII – títulos e valores mobiliários de renda fixa de emissão de companhias fechadas, desde que objeto de oferta pública, nos termos da regulamentação da Comissão de Valores Mobiliários;

Justificativa: Hoje somente há a permissão para adquirir valores mobiliários de emissão de companhias abertas, independente de sua forma de distribuição (com esforços restritos ou distribuição ampla). Sendo assim entende-se pertinente a solicitação da previsibilidade dos títulos e valores mobiliários de renda fixa de emissão de companhias de capital fechado tendo-se em vista as exigências já solicitadas na Instrução CVM nº 476 para tais empresas.

Exigências ao Coordenador Líder:

1) Não eximem o coordenador-líder da oferta de tomar todas as cautelas e agir com elevados padrões de diligência, respondendo pela falta de diligência ou omissão, para assegurar que as informações prestadas pelo ofertante sejam verdadeiras, consistentes, corretas e suficientes, permitindo aos investidores uma tomada de decisão fundamentada à respeito da oferta (artigo 11, I). Qualquer problema eventual a CVM poderá acionar a instituição-líder para verificar se esta agiu com diligência;

Exigências à Companhia Emissora:

2) Os emissores de valores mobiliários admitidos à negociação nos mercados de balcão organizado e não-organizado, após o período de carência 90 (noventa) dias da subscrição ou aquisição pelo investidor, deverão (artigo 17):

(i) preparar demonstrações financeiras de encerramento de exercício e, se for o caso, demonstrações consolidadas em conformidade com a Lei nº 6.404/76 e regras emitidas pela CVM;

(ii) submeter suas demonstrações financeiras a auditoria, por auditor registrado na CVM;

(iii) divulgar suas demonstrações financeiras, acompanhadas de notas explicativas e pareceres dos auditores independentes, em sua página na rede mundial de computadores, dentro de 3 (três) meses contados do encerramento do exercício social;

(iv) manter os referidos documentos em sua página na rede mundial de computadores, por um prazo de 3 (três) anos;

Com o objetivo de trazer maior segurança, poderemos estudar uma forma de incluir nas escrituras de emissão de debêntures uma obrigatoriedade para que os emissores providenciem uma auditoria semestral nas demonstrações financeiras, assim como previsto para as SPEs, ou então, alguma outra forma que possa proporcionar o conforto para análise e monitoramento desses emissores até o vencimento dos referidos valores mobiliários.

Adicionalmente, gostaríamos de informar que, conforme pesquisa efetuada junto ao registro de emissores no site www.debentures.com.br, não foi constatado, desde o lançamento da Instrução nº 476/09 da CVM, nenhum caso de inadimplemento nesse tipo de emissão.

Podemos observar a importância da inclusão dessas companhias quando se identifica que, em 2014, 73,4%* do número total de ofertas de debêntures com esforços restritos (263 ofertas em 2014) foram realizadas por companhias de capital fechado, sendo aproximadamente R\$ 35,4 bilhões em ofertas.

A Lei nº 12.431, de 24/06/2011, conforme alterada, que busca incentivar a emissão de títulos e valores mobiliários em segmentos específicos, relacionados a investimentos e infraestrutura, estabeleceu, no seu artigo 2º, a necessidade da tomadora de recursos ser uma SPE. Ou seja, esse pleito abarca também as ofertas realizadas via Lei 12.431.

Vale ressaltar que companhias que realizam projetos de infraestrutura são constituídas para desenvolver um determinado empreendimento; e, por conta disso, não se torna viável arcar com os custos relativos ao processo de abertura de capital, bem como à manutenção da condição de companhia aberta. Sendo assim, muitos projetos são realizados através de companhias de capital fechado, utilizando estrutura de capital que geralmente envolve equity, emissão de dívida, inclusive com financiamentos estruturados pelo BNDES, e de captação de recursos no mercado de capitais.

Caso esta Autarquia não compartilhe com a sugestão de inclusão no novo inciso XII, solicitamos que o Inciso XI seja complementado com a possibilidade dos ativos emitidos serem das SPEs ou de suas respectivas controladas, conforme sugestão abaixo:

“XI - valores mobiliários ou outros ativos financeiros de renda fixa cuja oferta pública tenha sido registrada na Comissão de Valores Mobiliários, ou que tenha sido objeto de dispensa, emitidos por sociedade de propósito específico (SPE), ou de suas respectivas controladoras, constituída sob a forma de sociedades por ações;”

* Consultado em fevereiro de 2015. Boletim ANBIMA de Mercado de Capitais
http://portal.anbima.com.br/informacoes-tecnicas/boletins/mercado-de-capitais/Documents/BoletimMK_201502.pdf

(...)

~~§3º Os fundos de investimento em cotas de fundos de investimento em direitos creditórios (FICFIDC) mencionados no inciso X deverão conter previsão em seu regulamento que exclua a possibilidade de investimento em cotas de classe subordinada.~~

Justificativa: Exclusão em função do pleito de permissão para investimento em cotas de FIDC subordinados no inciso IV do artigo 8º.

Artigo 5º

Inclusão do inciso:

V –ações de emissão de sociedades de propósito específico (SPE), ou de suas respectivas controladoras constituídas como sociedades por ações, que tenham por finalidade viabilizar financiamento de novos projetos, com prazo de duração determinado e fixado de acordo com o seu estatuto social cujas atividades sejam restritas àquelas previstas no objeto social;

§ 1º Os títulos e valores mobiliários mencionadas no Inciso V poderão ser emitidos por sociedades controladoras das pessoas jurídicas mencionadas neste artigo, desde que constituídas sob a forma de sociedade por ações.

§ 2º A SPE, mencionada no Inciso V deste artigo, e as empresas emissoras dos ativos integrantes das carteiras dessas sociedades devem prever em seus estatutos ou regulamentos, cumulativamente, as exigências previstas no parágrafo 3º, do artigo 4º, seção II – dos ativos, e subseção I – da modalidade Renda Fixa.

Justificativa: O pleito visa, além de abarcar uma gama maior de ativos, alinhar com a Resolução nº 3.792, no qual o inciso III do artigo 19 já permite a aquisição de títulos e valores mobiliários emitidos por Sociedades de Propósito Específico - SPE, classificando tais títulos e valores mobiliários como investimentos no segmento de renda variável.

Adicionalmente, da mesma forma como sugerido à PREVIC por meio de ofício encaminhado no final de 2013, sugerimos que seja efetuada a adaptação quanto aos procedimentos determinados para utilização da SPE, tendo em vista que podemos notar que experiências recentes de mercado confrontam com os termos constantes tanto da atual Resolução nº 3.792, em específico o parágrafo único do artigo 19.

Alguns projetos são realizados em empresas cujo CNPJ é proveniente de uma sociedade já constituída (geralmente uma sociedade limitada sem nenhuma atividade). Dessa forma, obrigatoriamente, o estatuto não é contemporâneo nem nos mesmos termos da data na constituição da sociedade. Ainda que o estatuto social tenha sido alterado de forma a prever o objeto social do projeto a ser realizado, podemos notar que as entidades de previdência ficam impedidas de aplicar seus recursos nessas SPEs, tendo em vista que a constituição da SPE foi anterior à alteração do objeto social.

Artigo 6º

Inclusão do inciso:

III – as cotas de fundos de investimentos em participações, que tenham como objeto de investimento o setor imobiliário.

Justificativa: A inserção das cotas de fundos de participação no segmento de imóveis, quando o objeto de investimento for o setor imobiliário, se justifica em função de unificar riscos de mesma natureza em um único dispositivo, permitindo maior transparência aos riscos incorridos, independente do veículo de investimento utilizado, podendo este tipo de estrutura, ser viabilizada através de fundos imobiliários ou através de fundos em participações. Acrescenta-se que os ativos que compõe a carteira de um fundo de investimento em participações (ações de companhia de capital fechado cujo propósito se enquadre como atividades imobiliárias) estão inseridas no rol de investimentos permitidos aos fundos imobiliários (Artigo 45, inciso III da Instrução CVM nº 472/08). Assim, o investimento seja em fundos de participações como fundos imobiliários são diferentes veículos para o mesmo objetivo.

Artigo 8º

II - cotas de Fundos de Investimento em Participações (FIP), e as cotas de fundos de investimento em cotas de fundos de investimento em participações (FICFIP), na forma regulamentada pela Comissão de Valores Mobiliários; com exceção das cotas de fundos de investimentos em participações, que tenham como objetivo de investimento o setor imobiliário;

Justificativa: Adequação à sugestão de inclusão de “cotas de fundos de investimento em participações” que tenham como objeto e investimento no setor imobiliário” na modalidade “imóveis”, solicitamos a exclusão do respectivo valor mobiliário nesse item.

Inclusão dos incisos:

IV –cotas subordinadas de fundos de investimento em direitos creditórios e as cotas subordinadas de fundos de investimento em cotas de fundos de investimento em direitos creditórios, observado o disposto no § 3º;

Justificativa: Para possibilitar a aquisição de cotas subordinadas de FIDC, sugerimos incluir a necessidade da decisão de investimento ser fundamentada em processo de análise de crédito, junto à uma classificação de risco realizada por agência de rating registrada na CVM (inclusão do § 3º). Além disso, propõe-se que as cotas

subordinadas já tenham sido objeto de oferta pública, ou seja, que já tenham observado as regras dispostas nas Instruções da CVM 400 ou 476 de distribuição pública.

V – cotas de fundos de investimento em direitos creditórios não- padronizados (FIDC-NP) e as cotas de fundos de investimento em cotas de fundos de investimento em direitos creditórios não padronizados (FICFIDC-NP), excluídas as cotas subordinadas;

Justificativa: Permitir o investimento em fundos “não padronizados”. Este não necessariamente é mais arriscado que um fundo “padronizado”, uma vez que a estrutura de garantias do FIDC não padronizado pode mitigar o risco de performance dos direitos creditórios futuros. Além disso, os FIDCs não padronizados devem observar as regras de diligência, conforme estabelecido pela Instrução CVM nº 356, da mesma forma que FIDCs regidos por esta instrução. São enquadrados como fundos não padronizados, em geral, os fundos com direitos creditórios vencidos, os de existência futura (a performar) e os decorrentes de receitas públicas, e consequentemente todos os fundos relacionados aos ativos de infraestrutura. Assim, solicitamos que estes investimentos sejam permitidos às entidades abertas com o mesmo limite de 5% estabelecido para os fundos de investimento regulados pela ICVM 555/14.

§ 3º Para a aquisição de cotas subordinadas de que trata o inciso IV (art 8), a decisão de investimento deve estar fundamentada e documentada em processo de análise de crédito em conjunto com classificação de risco conferida por agência classificadora devidamente registrada na CVM, devendo ser objeto de distribuição pública.

Justificativa: Justifica a inclusão do inciso IV do caput. Adicionalmente, conforme Ofício-Circular/ CVM/SIN nº 6 de 2014 (Procedimentos recomendáveis quando da aquisição de ativos de créditos privados), toda a aquisição de crédito deve ser precedida de classificação de risco.

Artigo 13

IV – até 25% (vinte e cinco por cento) dos recursos em:

(...)

f) títulos e valores mobiliários de renda fixa de emissão de companhia fechada

Justificativa: Inclusão de limite, conforme previsto no art. 4º, Inciso XII

Artigo 14

IV - até 25% (vinte e cinco por cento) dos recursos em:

(...)

c) ações de emissão de sociedades de propósito específico (SPE), ou de suas respectivas controladoras constituídas como sociedades por ações, que tenham por finalidade viabilizar financiamento de novos projetos, com prazo de duração determinado e fixado de acordo com o seu estatuto social, cujas atividades sejam restritas àquelas previstas no objeto social.

Justificativa: Inclusão de limite, conforme previsto no art. 5º, Inciso V

Artigo 15

Art. 15. Os seguintes limites deverão ser observados, isolada ou cumulativamente:

I – até 100% (cem por cento) dos recursos em:

(...)

c) cotas de Fundo de Investimento em Participações, que tenham como objeto de investimento o setor imobiliário.

Justificativa: Inclusão em função da sugestão de inclusão do ativo no art. 6º, inciso III

Artigo 17

IV – até 25% (vinte e cinco por cento) em:

(...)

c) cotas subordinadas de fundos de investimento em direitos creditórios e cotas subordinadas de fundos de investimento em cotas de fundos de investimento em direitos creditórios; e

d) cotas de fundo de investimento em direitos creditórios não-padronizados (FIDC-NP) e cotas de fundos de investimento em cotas de fundos de investimento em direitos creditórios não padronizados (FICFIDC-NP), excluídas as cotas subordinadas.

Justificativa: Inclusão de limites conforme sugestão realizada no Inciso IV e V do art. 8º

Artigo 19

V – até 10% (dez por cento) se o emissor for:

(...)

c) FIDC e FICFIDC~~,-e~~, FIP e FICFIP, FII e FMIEE

Justificativa: Inclusão FIPs, FICFIPs, FII e FMIEE no limite de dez por cento, visando equalizar com os percentuais por emissor, permitidos pela ICVM 555/14 e com os percentuais definidos pela RESOLUÇÃO Nº 3792 para todos os fundos classificados no segmento estruturados.

(...)

f) companhia fechada

Justificativa: Inserção em decorrência da inclusão do inciso XII no artigo 4º.

III – Demais ajustes redacionais

Artigo 10

§ 1º Os títulos de que tratam os incisos VII a X do art. 7º devem ser registrados em sistema de registro, **objeto de escrituração**, objeto de custódia ou objeto de depósito central, em todos os casos junto a instituições devidamente autorizadas por autoridade competente no país onde é realizado o investimento.

§ 2º O sistema de registro, **escrituração**, custódia ou depósito central de que trata o parágrafo anterior deve permitir a identificação do investimento realizado pela sociedade seguradora, sociedade de capitalização, entidade aberta de previdência complementar ou pelo ressegurador local, com a consequente segregação do patrimônio do agente de registro, custódia e liquidação.

Justificativa: Adotar a mesma redação prevista no artigo inciso I, § 2º do artigo 98 ICVM 555.

Artigo 13

c) cotas de fundos de investimento, constituídos sob a forma de condomínio aberto, cujas carteiras estejam representadas exclusivamente pelos títulos referidos nas alíneas "a" e "b" deste artigo, dos quais **as sociedades seguradoras, as sociedades de capitalização, as entidades abertas de previdência complementar ou os resseguradores locais** sejam os únicos cotistas, e ressalvadas as disponibilidades de caixa permitidas pela regulamentação em vigor; e

Justificativa: Clarificar que é permitida a aplicação em fundos destinados exclusivamente para sociedades seguradoras, as sociedades de capitalização, as entidades abertas de previdência complementar ou os resseguradores locais, bem como alinhar a redação à Resolução nº 3.308/05 atualmente em vigor.

Desde já, agradecemos a apreciação de nossas sugestões e considerações e nos colocamos à disposição para darmos continuidade às discussões dos pontos aqui apresentados.

Sendo o que nos cumpre para o momento, aproveitamos a oportunidade para renovar nossos votos de elevado apreço e distinta consideração.

Atenciosamente,

Luiz Sorge
Diretor da ANBIMA

Luiz Dabul Jr.
Coordenador do Subcomitê de Produtos
Previdenciários da ANBIMA



Presidente

Denise Pavarina

Vice-Presidentes

Carlos Eduardo Andreoni Ambrósio, Flavio Augusto Aguiar de Souza, José Olympio da Veiga Pereira, Márcio Hamilton Ferreira, Pedro Lorenzini, Robert J. van Dijk, Sérgio Cutolo dos Santos e Valdecyr Gomes

Diretores

Alenir de Oliveira Romanello, Altamir Batista Mateus da Silva, Carlos Augusto Salamonde, Carolina Lacerda, Celso Scaramuzza, Jair Ribeiro da Silva Neto, Luciane Ribeiro, Luiz Sorge, Luiz Fernando Figueiredo, Otávio Romagnolli Mendes, Richard Ziliotto, Saša Markus, Sylvio Araújo Fleury e Vital Meira de Menezes Junior

Comitê Executivo

José Carlos Doherty, Ana Claudia Leoni, Guilherme Benaderet, Patrícia Herculano, Valéria Arêas Coelho, Marcelo Billi, Soraya Alves e Eliana Marino

Rio de Janeiro

Avenida República do Chile, 230
13º andar CEP 20031-170
+ 21 3814 3800

São Paulo

Av. das Nações Unidas, 8501
21º andar CEP 05425-070
+ 11 3471 4200