

OF. DIR. 015/18

São Paulo, 23 de agosto de 2018.

Ilmos. Srs.

Marcelo Barbosa
Presidente da Comissão de Valores Mobiliários

Antonio Carlos Berwanger
Superintendente de Desenvolvimento de Mercado da Comissão de Valores Mobiliários

Assunto: Audiência Pública SDM nº 03/18

Prezados senhores,

Gostaríamos inicialmente de agradecer à CVM a oportunidade de manifestarmos-nos nesta audiência pública. Nosso posicionamento consolida a opinião dos diversos associados, representados por nove organismos da Associação.

A ANBIMA corrobora com a preocupação apresentada no Edital de Audiência Pública SDM nº 03/18 (“edital”) em aperfeiçoar a regulação estabelecendo requisitos que mitiguem os riscos de fraudes, preservando o crescimento da indústria e a competitividade entre os agentes de mercado.

No que tange aos Regimes Próprios de Previdência Social (“RPPS”), vale ressaltar que a ANBIMA, no âmbito do GT de Mercado de Capitais do Ministério da Fazenda, é relatora da proposta que visa à equiparação das regras aplicáveis aos gestores de recursos das entidades previdenciárias ao arcabouço regulatório definido pela CVM para a atividade de gestão profissional de recursos de terceiros (ICVM 558).

Em relação ao mercado de capitais, destacamos a relevância das ofertas públicas sob o regime de esforços restritos e entendemos que os investidores institucionais (RPPS e EFPC) são participantes importantes no processo de financiamento da dívida mobiliária, considerando sua capacidade financeira para financiamentos de longo prazo, inclusive de infraestrutura. Nesse contexto, retirar do mercado de emissão de dívidas tais participantes pode elevar o déficit do sistema previdenciário, considerando que

1



esses ativos de longo prazo estariam mais alinhados com os passivos atuariais, em grande parte, também de longo prazo.

Neste sentido, apresentamos nossas considerações às alterações propostas no edital, divididas em quatro grupos:

I. Limitação de aplicações de fundos de investimento em ofertas sem registro:

Reforçamos nossa preocupação com os investidores e a atuação dos agentes no mercado, bem como entendemos a intenção da CVM em disciplinar os investimentos feitos pelos RPPS. Por outro lado, tais investidores seguem regras próprias que foram reformuladas no final do ano passado e cujos efeitos positivos ainda não conhecemos, pois o prazo de adaptação¹ para o cumprimento da Resolução CMN 3.922/10 (Resolução 3.922), atualizada pela Resolução CMN 4.604/17 (Resolução 4.604), terminou recentemente.

As inovações na Resolução 3.922 estipulam que os ativos financeiros de emissores privados constantes dos fundos de investimento adquiridos pelos RPPS, com exceção de ações, bônus ou recibos de subscrição, certificados de depósito de ações, cotas de fundos de ações e de cotas de fundos de índice de ações, deverão, obrigatoriamente: (i) ser emitidos por instituição financeira autorizada a funcionar pelo BACEN; ou (ii) ser emitidos por sociedades anônimas de capital aberto, exceto securitizadoras, desde que operacionais e registradas na CVM.

Assim, fica evidenciado que operações contratadas a partir de emissões envolvendo sociedades anônimas de capital fechado não são mais elegíveis para a aquisição indireta por cotistas RPPS, ou seja, por carteiras de fundos investidos pelos regimes próprios. Sendo assim, um RPPS não poderá, a partir das regras estabelecidas pela Resolução 3.922, alocar em cotas de um fundo de investimento que adquira ativos emitidos por companhia fechada, observadas as exceções mencionadas no parágrafo anterior.

Ainda, estipula a mesma Resolução 3.922 que os ativos deverão apresentar baixo risco de crédito, determinado por agência de classificação autorizada a funcionar pela CVM, assim como por veículos com boa qualidade de gestão e ambiente de controle.

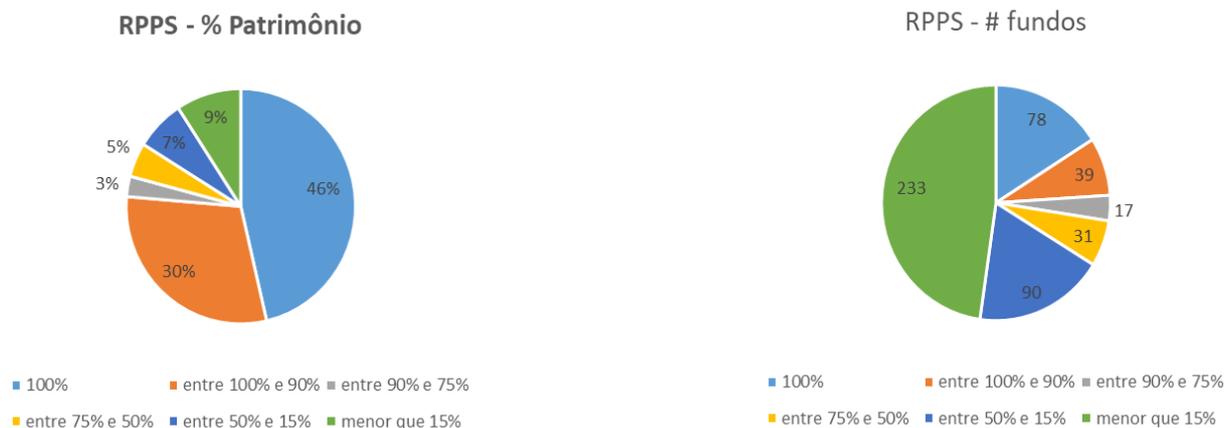
¹ “Resolução CMN 4.604/17 (...) Art. 21. Os regimes próprios de previdência social que, em decorrência da entrada em vigor desta Resolução ou de suas alterações, passem a apresentar aplicações em desacordo com o estabelecido, poderão mantê-las em carteira por até 180 dias.(...)”



Cabe destacar que tanto CVM quanto ANBIMA já apresentam arcabouço regulatório e autorregulatório de controle aos gestores para as análises de crédito prévias às aquisições de ativos de dívida, buscando a qualificação da análise de emissões adquiridas pelas carteiras de fundos de investimento.

Para tratar a concentração na alocação em fundos pelos RPPS, a Resolução 3.922 estipula, ainda, que um regime próprio não poderá deter mais do que 15% das cotas de um mesmo fundo, regulado pela Instrução CVM 555/14 (ICVM 555).

Quando analisamos as estatísticas deste segmento, observamos que atualmente os fundos investidos por RPPS possuem mais de R\$ 140 bilhões. Deste total, cerca de R\$ 130 bilhões estão concentrados em 255 fundos ofertados ao público geral, mas aderentes aos requisitos estabelecidos pela Resolução 3.922 e com mais de 15% de cotistas RPPS. A seguir são apresentados os gráficos da distribuição das aplicações de RPPS em fundos de investimento, de acordo com o percentual de participação de RPPS no passivo dos fundos, (i) um em percentual do patrimônio do RPPS investido em fundos; e (ii) outro em quantidade de fundos que contam com aplicação de RPPS.



Fonte: ANBIMA. Data-base: maio/18.

Apesar de esses fundos permitirem a entrada de outros investidores, por serem mais restritivos nas estratégias de gestão eles tendem a ter menor rentabilidade, o que diminui o interesse de outros investidores que buscam retornos mais atrativos.

Outro fato que colabora para a criação de fundos padronizados ou direcionados está no processo determinado atualmente pela Portaria MPS 519/11, que exige o credenciamento dos fundos que possam ser objeto de investimento pelos RPPS. Neste processo, feito pelo gestor do plano de RPPS, é realizada a diligência que exige análise do histórico e experiência de atuação do gestor e administrador do fundo de investimento e de seus controladores, qualificação do corpo técnico e segregação de atividades da instituição, bem como a avaliação da aderência da rentabilidade aos indicadores de desempenho e riscos



assumidos pelos fundos de investimento sob sua gestão e administração, para serem elegíveis ao investimento dos recursos. Neste processo é recomendada a utilização do questionário padrão ANBIMA de due diligence como direcionador para sua elaboração.

A proposta apresentada na minuta em audiência pública impõe a obrigatoriedade do controle da exposição de cotistas RPPS ao passivo de fundos de investimento e, no caso da presença de mais de 15% desses cotistas em um mesmo fundo, estipula a impossibilidade de contratação de novas operações de crédito, emitidas por companhias fechadas, distribuídas publicamente com esforços restritos.

O fundo que possua como cotistas Regimes Próprios de Previdência Social (RPPS) que tenham, isolada ou conjuntamente, direta ou indiretamente, participação superior a 15% do patrimônio líquido não poderá adquirir valores mobiliários que não tenham sido objeto de oferta pública de distribuição registrada, exceto quando os valores mobiliários forem de emissão de companhias abertas habilitadas a emitir em programas de distribuição, nos termos da regulamentação específica que dispõe sobre as ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários.

Tal limitação traz custos de observância na atividade de gestão de recursos e de administração fiduciária, pois o gestor ficará limitado para exercer sua atividade, dado que precisará observar constantemente a composição do passivo do fundo, variável que não está sob seu controle², para saber se pode ou não adquirir valores mobiliários emitidos nos termos da Instrução CVM 476/09 (ICVM 476). Vale destacar que o acompanhamento da negociação, por exemplo, de uma compra de debênture emitida por meio da ICVM 476, deveria dar-se pela data do book da operação, e não pela sua liquidação e entrada na carteira do fundo.

A sugestão acerca do investimento indiretamente pelos RPPS implica controle de passivo indireto, que, por ser impossível, fará toda a indústria deixar de investir em valores mobiliários emitidos por companhias fechadas, distribuídas publicamente com esforços restritos ou sem registro.

Outro fato avaliado é a impossibilidade de identificação dos cotistas dos fundos distribuídos por conta e ordem ou negociados no mercado secundário, visto que o responsável pelo passivo destes fundos é o distribuidor ou intermediário, não estando sob o alcance do administrador ou do gestor a identificação dos cotistas. Nesta modalidade de distribuição, haverá maior dificuldade de controle caso seja ultrapassado o limite de cotistas RPPS uma vez que o prestador de serviço não terá conhecimento da entrada desses cotistas.

² Exceto quando o gestor também é o distribuidor.



Cabe ainda destacar que o artigo 19 da ICVM 555 prevê ao administrador a faculdade para suspender, a qualquer momento, novas aplicações em fundos abertos, porém condiciona que tal suspensão se aplique indistintamente a novos investidores e cotistas atuais. Caso fosse factível um perfeito controle de passivos, um fundo cujo público-alvo permitisse o investimento por RPPS, mas que alcançasse o percentual de 15% de seu patrimônio detido por esse público, deveria suspender novas aplicações apenas a uma parcela de investidores, no caso, os RPPS, o que estaria em desacordo com a regulamentação vigente.

Não obstante a questão do fechamento do fundo para uma parcela dos cotistas, tal restrição poderia ainda gerar situações de tratamento desigual, pois cotistas não RPPS estariam autorizados a aumentar sua participação no fundo, enquanto os RPPS ficariam impedidos caso o percentual de 15% fosse atingido.

Solução para a distorção mostrada seria segregação dos cotistas do fundo por meio de classes de cotas, o que também não encontraria amparo nas regras atualmente estabelecidas pela ICVM 555.

No que se refere aos fundos estruturados, além das dificuldades operacionais e dos efeitos negativos descritos, verificamos obstáculos e riscos adicionais, tendo em vista as características específicas dos ativos que cada uma das categorias investe, bem como pela preponderância de estruturas de condomínio fechado e baixa liquidez de suas cotas.

Do Fundo de Investimento em Participações (“FIP”)

Inicialmente, cumpre destacar que, como regra, os FIP são destinados apenas a investidores qualificados, o que desde a vigência das alterações promovidas pela Instrução CVM 554, reduziu a possibilidade de acesso por parte de RPPS a esse tipo de investimento.

No entanto, o acesso a esse tipo de investimento por RPPS não qualificado se daria via fundos de investimento destinados apenas a investidores não qualificados. Salienta-se que os fundos destinados a esse público já observam limites mais restritos para investir em FIP. Assim, parece-nos que o risco já estaria mitigado considerado as regras vigentes desta autarquia.

Vale ainda mencionar que o FIP é o principal veículo utilizado no Brasil para investimento em operações de *private equity*, modalidade de investimento de longo prazo consagrada internacionalmente e considerada essencial, por um lado por contribuir para que diversos investidores institucionais atinjam suas metas de performance ao redor do mundo, tais como fundações, fundos soberanos, endowments, seguradoras, family office, entidades de previdência etc.; por outro, contribui para o desenvolvimento econômico dos países domicílio das companhias investidas, aumento dos postos de trabalho e



crescimento do PIB, na medida em que consiste em fonte alternativa de recursos para setores importantes da economia.

Vale salientar que, em muitas situações, o plano de investimento é alinhado com a totalidade dos investidores previamente ao aporte de recursos e quase na totalidade das vezes implica aquisições de valores mobiliários que, por sua própria natureza, são decorrentes de negociações privadas, ou seja, sem qualquer tipo de registro de oferta pública de valores mobiliários.

Dessa forma, a norma proposta no edital para os FIP, implica, na prática, descaracterizar o investimento em *private equity*, que, no Brasil e em todo o mundo, sempre foi primordialmente voltado a empresas privadas, como o próprio nome indica, e não a empresas públicas. Conseqüentemente, os investidores RPPS serão simplesmente afastados dessa modalidade de investimento, se não por iniciativa própria, por iniciativa de outros investidores ou mesmo de gestores, estruturadores ou outros participantes de mercado que, tendo expertise justamente no investimento em companhias privadas, não desejarão se expor ao risco de inviabilizar a sua estratégia de investimento, por conta do percentual de investidores RPPS no passivo do fundo.

Nesse sentido, e tal como comentado, a tendência é que a norma proposta alcance resultado contrário ao pretendido pela CVM. Investidores com genuíno desejo de alocarem seus recursos em *private equity* simplesmente não investirão em fundos que permitam a entrada de RPPS, dado que, com as limitações que se pretende implementar, haverá inexorável redução de suas oportunidades de investimento e de retorno. Conseqüentemente, será necessário criar produtos especialmente dedicados a RPPS, contemplando as limitações agora pretendidas pela CVM, enquanto “outros tipos de investidores que possuem governança e métricas próprias para avaliação e monitoramento de seus investimentos” destinarão seus recursos aos *private equities* genuínos.

Destacamos ainda as restrições já imputadas ao investidor RPPS na Resolução 3.922, especialmente as apresentadas pela Resolução CMN 4.604/17 (Resolução 4.604), que tratou de elencar os principais itens relacionados à seleção adequada de investimento em *private equity*, conforme transcrito:

- a. Limite máximo de 5% para investimento em FIP.
- b. Os ativos financeiros de emissores privados (não inclui ações, bônus ou recibos de subscrição, certificados de depósito de ações, cotas de fundos de ações e cotas dos fundos de índice de ações) que integrem as carteiras dos FIPs devem ser emitidos por (i) instituição financeira autorizada a funcionar pelo BACEN; ou (ii) por companhias abertas, exceto securitizadoras, desde que operacionais e registradas na CVM.
- c. FIP qualificado como entidade de investimento.



- d. O valor justo dos ativos investidos pelo fundo, inclusive os que forem objeto de integralização de cotas, deve estar respaldado em laudo de avaliação elaborado por auditores independentes ou analistas de valores mobiliários autorizados pela CVM.
- e. O valor justo dos ativos que cada uma das companhias ou sociedades investidas pelo fundo emite, direta ou indiretamente, corresponda a, no máximo, 25% do total do capital subscrito do fundo.
- f. A cobrança de taxa de performance pelo fundo é feita somente após o recebimento, pelos investidores, da totalidade de seu capital integralizado no fundo, devidamente atualizado pelo índice de referência e pela taxa de retorno nele previstos.
- g. O gestor do fundo de investimento, ou as gestoras ligadas ao seu respectivo grupo econômico, deve manter a condição de cotista do fundo em percentual equivalente a, no mínimo, 5% do capital subscrito do fundo, sendo vedada cláusula que estabeleça preferência, privilégio ou tratamento diferenciado de qualquer natureza em relação aos demais cotistas.
- h. As companhias ou sociedades investidas pelo fundo devem ter suas demonstrações financeiras auditadas por auditor independente registrado na CVM e publicadas, no mínimo, anualmente.
- i. Deve ser comprovado que o gestor do fundo já realizou, nos últimos dez anos, desinvestimento integral de, pelo menos, três sociedades investidas no Brasil por meio de fundo de investimento em participações ou fundo mútuo de investimento em empresas emergentes geridos pelo gestor e que o referido desinvestimento tenha resultado em recebimento, pelo fundo, da totalidade do capital integralizado pelo fundo nas referidas sociedades investidas, devidamente atualizado pelo índice de referência e taxa de retorno previstos no regulamento.

Dessa forma, observado o longo prazo dos investimento de private equity, o impacto que pode representar para a indústria de FIP e o curto período decorrido da entrada em vigor da Resolução 4.604, que trouxe inovações importantes no que se refere à seleção de investimento em private equity, consideramos não ser esse o momento mais oportuno para uma nova norma regular o investimento de RPPS em FIP, especialmente da maneira proposta e, por isso, sugerimos a exclusão do art. 7º da Minuta.

Em suma, parece-nos que a CVM deve considerar em sua análise as significativas alterações promovidas pelo regulador dos RPPS, que entraram em vigor em outubro de 2017 e limitaram sobremaneira a possibilidade de repetição dos problemas verificados anteriormente, seja por (i) exigirem a demonstração do track record do gestor do FIP – que deve ter devolvido aos cotistas, em pelo menos três oportunidades, a totalidade do capital integralizado pelo fundo nas sociedades investidas, devidamente atualizado pelo índice de referência e taxa de retorno previstos no regulamento; (ii) demandarem o comprometimento de capital próprio; e (iii) requererem que o valor justo de cada um dos ativos do FIP corresponda a, no máximo, 25% do total do capital subscrito do fundo, afóra a própria limitação para investimento em FIP por parte de RPPS, hoje restrita a 5%.

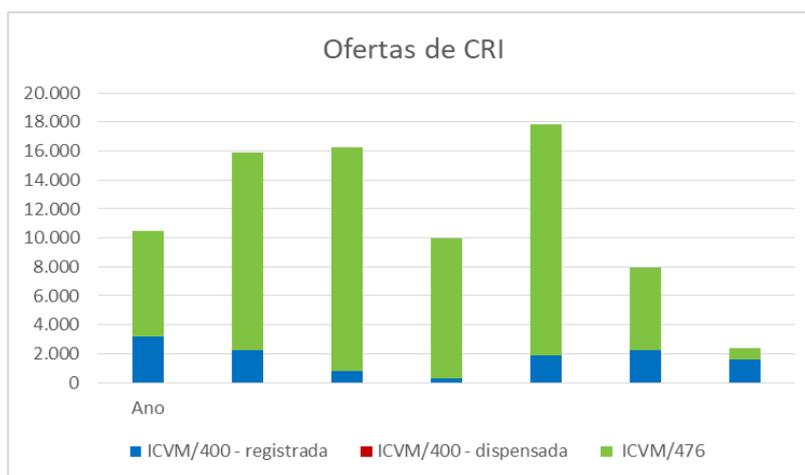
Do fundo de investimento imobiliário



Já os FII contemplam uma série de estratégias diferentes e algumas também implicam a aquisição de valores mobiliários sem qualquer registro de oferta pública, notadamente os fundos com objetivo de desenvolvimento imobiliário e de investimento em títulos e valores mobiliários.

Aqueles com objetivo de desenvolvimento imobiliário são na maioria das vezes estruturados mediante a constituição de uma SPE (Sociedade de Propósito Específico), cuja participação dos sócios se dá pela aquisição de ações ou cotas que devido a características e natureza da operação não conta com nenhum registro de oferta.

Vale citar também os FII com objetivo de investimento em Títulos e Valores Mobiliários – TVM, que contam com os Certificados de Recebíveis Imobiliários – CRI como um de seus principais ativos, e, tendo em vista o baixo nível de desenvolvimento do mercado financeiro imobiliário, principalmente quando comparado com o mercado norte-americano, tem a oferta com esforços restritos de distribuição como principal forma de venda para essa classe de ativos, conforme gráfico a seguir, de forma que a norma proposta pelo edital, se não inviabiliza os fundos imobiliários com objetivo de investimento em TVM, apresenta cenário bastante restritivo e de desvantagem para aqueles com objetivo de investimento em TVM que contem com mais de 15% de investidores RPPS.



Fonte: ANBIMA. Data-base: jun/18.

Mais uma vez, destacamos que no entendimento da ANBIMA a imposição de regras específicas para determinada modalidade de investidor acerca da composição da carteira dos fundos imobiliários, assim como para todas as classes de fundos de investimento, resultará na constituição de fundos de investimento específicos para atender às necessidades daquela modalidade, o que vai no sentido oposto dos motivos expostos pela CVM no edital em questão.



A situação do controle do passivo mencionada é especialmente agravada no casos dos FII que cujas cotas são negociadas em bolsa, o que resulta em maior dificuldade no controle do passivo do fundo, salientando ainda que tal informação atualmente é apurada para reporte à CVM em periodicidade apenas trimestral, em até 45 dias após o encerramento de cada trimestre. Assim, eventual realização de tal apuração em periodicidade diária, como seria exigido por meio da regra proposta, esbarraria na realidade operacional da livre negociação das cotas de um FII listado, sempre realizada por meio de intermediários em ambiente de bolsa, sem a participação ou conhecimento prévio ou imediato do administrador do FII.

Reiteramos a recente entrada em vigor da Resolução 4.604, que, no que se refere aos fundos imobiliários: (i) limitou o investimento em tais ativos em 5%; (ii) restringiu os emissores privados de ativos financeiros às instituições financeiras e companhias abertas; e (iii) exigiu a presença do fundo objeto de investimento em, no mínimo, 60% nos pregões dos 12 meses anteriores à aquisição. Neste sentido, considerando que a possibilidade de investimentos de um RPPS em FII listado já é restringido em razão de seus níveis de negociação e liquidez em bolsa, a proteção que o regulador busca atingir já estaria endereçada nesta situação particular.

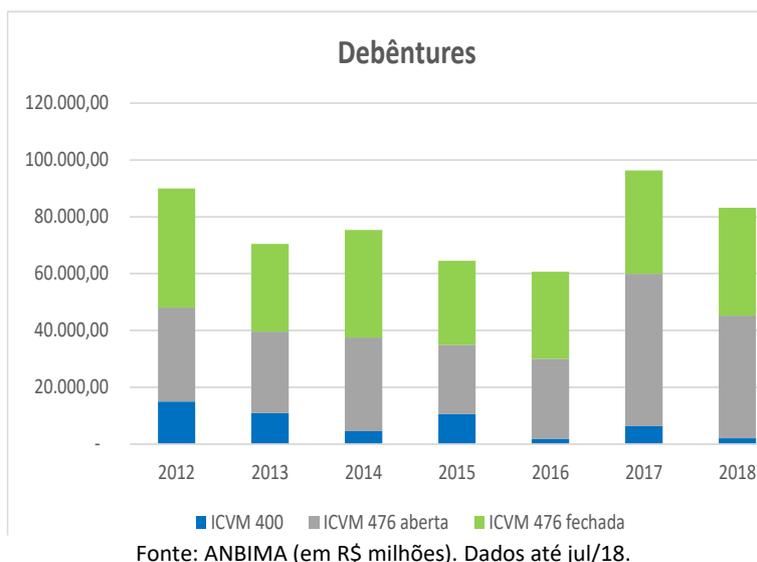
Portanto, no entendimento da ANBIMA, esse não seria o momento mais oportuno para regular o investimento de RPPS em FII com objetivo de desenvolvimento imobiliário e para aqueles com objetivo de investimento em TVM.

Do Fundo de Investimento em Direitos Creditórios (“FIDC”)

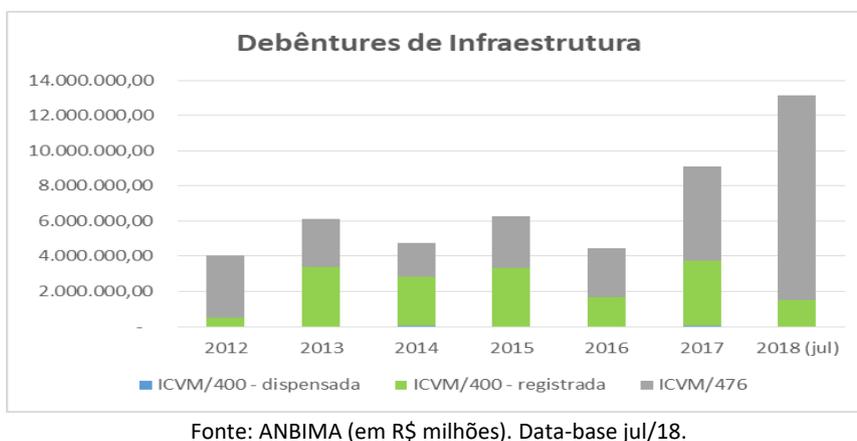
Inicialmente, entendemos que a esses investimentos cabem as considerações iniciais realizadas no item dos FIP no que se refere à qualificação dos cotistas.

Algumas estruturas de FIDC contam com TVM em carteira, dentre os quais destacamos as debêntures, distribuídas preponderantemente mediante oferta pública sem registro na CVM e cujas ofertas contam ainda com percentual relevante de emissores companhias fechadas, conforme ilustrado no gráfico abaixo, colocando os FIDC com objetivo de investimento em TVM e investidores RPPS em percentual superior a 15% em forte desvantagem em relação aos mesmos FIDC que não contem com investidores RPPS.





Destacamos ainda as operações de FIDC previstas na Lei 12.431/11, que trata do benefício tributário para os investidores, a fim de incentivar o tão necessário investimento em infraestrutura. Conforme demonstrado no gráfico a seguir, os ativos subjacentes destas operações são escassos e preponderantemente distribuídos mediante oferta pública sem registro na CVM, de forma que a norma proposta pelo edital, se não inviabiliza os FIDC com objetivo de investimento em infraestrutura, apresenta cenário bastante restritivo e desvantajoso para os FIDC que contem com mais de 15% de investidores RPPS.



Lembramos mais uma vez as restrições já imputadas ao investidor RPPS na Resolução CMN 3.922, especialmente aquelas apresentadas pela Resolução 4.604, que tratou de elencar os principais itens relacionados à seleção adequada de investimento em FIDC, conforme transcrito:



- a. Limite máximo de 5% para investimento em FIDC.
- b. Restrito a cotas de classe sênior.
- c. Que a série ou classe de cotas do fundo de investimento seja considerada de baixo risco de crédito, com base, entre outros critérios, em classificação efetuada por agência classificadora de risco registrada na CVM ou reconhecida por essa autarquia.
- d. Que o regulamento do fundo determine que o limite máximo de concentração em uma mesma pessoa jurídica, de sua controladora, de entidade por ela direta ou indiretamente controlada e de coligada ou quaisquer outras sociedades sob controle comum seja de 20%.
- e. Que seja comprovado que o gestor do fundo de investimento já fez, pelo menos, dez ofertas públicas de cotas seniores de FIDC encerradas e integralmente liquidadas.
- f. Que o total das aplicações de RPPS represente, no máximo, 50% do total de cotas seniores de um mesmo FIDC.
- g. Que o regulamento do FIDC determine que o devedor ou coobrigado do direito creditório tenha suas demonstrações financeiras auditadas por auditor independente registrado na CVM e publicadas, no mínimo, anualmente.

Dos possíveis impactos decorrentes da norma proposta pelo edital

Sem a intenção de exaurir os possíveis impactos que decorrerão da norma proposta pelo edital, listamos algumas situações que tornarão ainda mais complexo o controle de passivo exigido, especialmente o controle indireto:

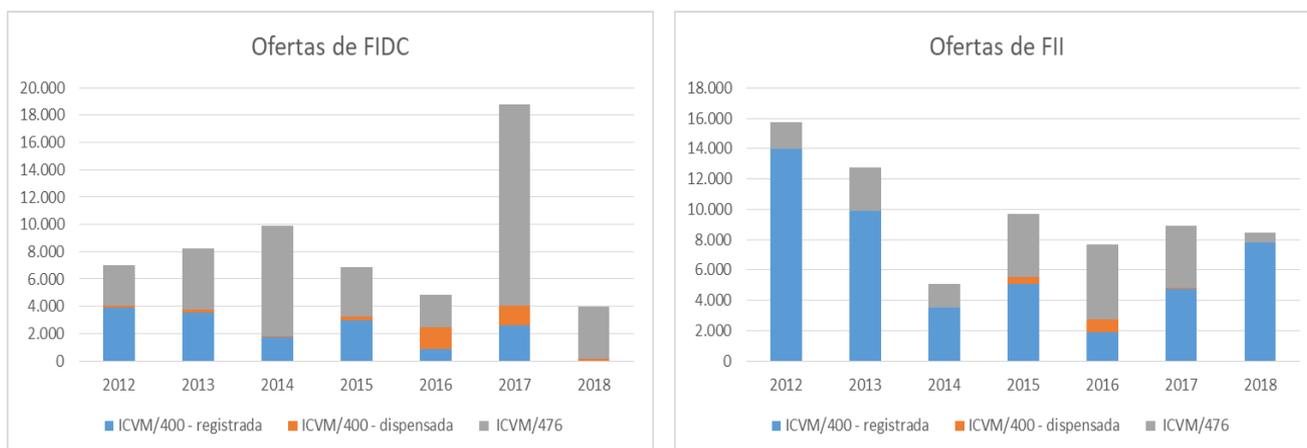
- i. Desenquadramento passivo decorrente do resgate de outros cotistas no fundo que culminem no aumento involuntário da participação do RPPS. Seria necessário definir se a posição em ativos detidos pelo fundo ofertados com base nos procedimentos descritos na ICVM 476 poderia ser mantida. Caso seja necessário o enquadramento com a venda dos ativos ofertados por meio do processo descrito nesta instrução, destacamos os seguintes pontos de atenção:
 - a. impossibilidade de enquadramento da carteira do fundo quando o desenquadramento ocorrer durante o período de lock up da ICVM 476;
 - b. demora no reenquadramento dos fundos por conta da iliquidez dos ativos adquiridos em oferta regulada pela ICVM 476;
 - c. Prejuízo gerado aos cotistas no processo de enquadramento decorrente da venda dos ativos dada a impossibilidade de resgate compulsório dos cotistas RPPS que eventualmente superem o limite de 15% para composição do passivo do fundo;



- ii. Eventual descumprimento dos compromissos de investimento em oferta 476 caso o desenquadramento do limite de 15% ocorra durante os períodos de chamada de capital;
- iii. Prejuízos aos demais cotistas do fundo que não sejam RPPS, pois terão limitadas as oportunidades de investimento em ativos de emissão em oferta regulada pela ICVM 476 ou terão os ativos detidos pelo fundo, que se enquadrem nessa condição, alienados em condições menos favoráveis para que se evite o descumprimento de regra aplicável à menor parcela de seus cotistas.

Adicionalmente, referimo-nos à ausência de menção em disposições transitórias de situações ora em curso, em que já tenha sido iniciado ou concluído o processo de distribuição, no qual as cotas subscritas contem ou venham a contar com investidores RPPS em percentual superior a 15% e o objetivo de investimento implique aquisição de valores mobiliários sem registro de oferta pública, situação bastante comum em operações de private equity, de desenvolvimento imobiliário e de estruturação de dívida imobiliária, o que pode inviabilizar a operação em momento eventualmente bastante desfavorável para as demais modalidades de investidores desses fundos de investimento.

Por último, mencionamos a inviabilização ou forte restrição na gestão de estruturas de fundos de investimento em cotas de fundos de investimento estruturados, tendo em vista as cotas serem consideradas valores mobiliários e um grande percentual das ofertas públicas de cotas não contar com registro na CVM. Especialmente no que se refere a cotas de FIP, identificamos apenas dez ofertas públicas de cotas registradas na CVM, em relação a FIDC e FII, apresentamos detalhamento no gráfico a seguir:



Fonte: ANBIMA (em R\$ milhões). Dados até jun/18.



Assim, a norma proposta pelo edital impedirá o acesso pelos RPPS a fundos de investimento de gestores especializados em selecionar os melhores fundos de investimento de cada modalidade, ou ao menos, mais uma vez, segregados em fundos de investimentos constituídos especialmente para investidores RPPS. Assim, sugerimos que os fundos de investimento em cotas de fundos de investimento estruturados sejam excepcionados da norma proposta do edital, a fim de permitir o acesso dos investidores RPPS ao serviço de seleção de cotas de fundos de investimento estruturados.

Proposta

Cumpre-nos esclarecer que a regulamentação que trata dos investimentos por investidores institucionais regula a questão do eventual conflito de interesses em investimentos de maior risco limitando a participação do investidor na oferta, impondo limites para investimentos em uma mesma série ou classe de um mesmo ativo³, ou ainda limitando a concentração por ativos de um mesmo emissor⁴, o que em nossa opinião poderia ser replicado, conforme sugestão a seguir, na forma de limite para aquisição de uma mesma emissão realizada por meio da ICVM 476:

³ Res. CMN 4.444. Art. 16. Na aplicação de recursos de que trata este Regulamento, deve ser observado o limite de 25% (vinte e cinco por cento) de uma mesma classe ou série de títulos ou valores mobiliários.

§ 1º Excetuam-se deste artigo: I - títulos da dívida pública mobiliária federal; II - créditos securitizados pela Secretaria do Tesouro Nacional; III - ações, bônus de subscrição de ações e recibos de subscrição de ações; e IV - debêntures de infraestrutura mencionadas na alínea “b” do inciso II do art. 8º. (Incluído pela Resolução nº 4.449, de 20/11/2015.)

§ 2º Somente será permitida a alocação de no máximo 5% (cinco por cento) de um mesmo COE com Valor Nominal em Risco.

⁴ Res. CMN 4.661. Art. 28. A EFPC deve observar, considerada a soma dos recursos por ela administrados, o limite de concentração por emissor: I - até 25% (vinte e cinco por cento) do capital total e do capital votante, incluindo os bônus de subscrição e os recibos de subscrição, de uma mesma sociedade por ações de capital aberto admitida ou não à negociação em bolsa de valores; II - até 25% (vinte e cinco por cento) do patrimônio líquido de: a) instituição financeira bancária, não bancária e de cooperativa de crédito autorizada a funcionar pelo Banco Central do Brasil; b) FIDC ou FICFIDC; c) fundos de investimento com cotas admitidas à negociação no mercado secundário por intermédio de bolsa de valores, na forma regulamentada pela Comissão de Valores Mobiliários, cujas carteiras visem refletir as variações e rentabilidade de índice de referência de renda fixa ou cotas de fundos de índice referenciados em cesta de ações de emissão de sociedade por ações de capital aberto; d) fundo de investimento ou fundo de investimento em cotas de fundo de investimento classificado no segmento estruturado; e) FII e FICFII; f) fundos de investimento constituídos no Brasil de que tratam os incisos II, IV e VI do art. 26; e g) demais emissores, ressalvado o disposto nos incisos III e IV; III - até 25% (vinte e cinco por cento) do patrimônio separado constituído nas emissões de certificado de recebíveis com a adoção de regime fiduciário; e IV - 15% (quinze por cento) do patrimônio líquido: a) do fundo de investimento constituído no exterior de que trata o inciso III do art. 26; e b) do emissor listado na alínea “d” do inciso III do art. 21. § 1º A EFPC deve observar, considerada a soma dos recursos por ela administrados, o limite de 25% (vinte e cinco por cento) de uma mesma classe ou série de cotas de fundos de investimentos e demais títulos ou valores mobiliários de renda fixa.



Art. 6º A Instrução CVM nº 555, de 17 de dezembro de 2014, passa a vigorar acrescida do art. 95- A e Art. 4º A Instrução CVM nº 356, de 17 de dezembro de 2011, passa a vigorar acrescida do art. 40- A, com a seguinte redação:

*“Art. XX-A. O fundo que possua como cotistas Regimes Próprios de Previdência Social (RPPS) ~~que tenham, isolada ou conjuntamente, direta ou indiretamente, participação superior a 15% do patrimônio líquido~~ não poderá adquirir **mais do que 25% da emissão de valores mobiliários efetivamente distribuídos** que não tenham sido objeto de oferta pública de distribuição registrada, exceto quando os valores mobiliários forem de emissão de companhias abertas habilitadas a emitir em programas de distribuição, nos termos da regulamentação específica que dispõe sobre as ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários.”*

Cabe ressaltar que a proposta apresentada se aplica aos fundos ICVM 555 e FIDC. Em relação aos FIP e FII, tendo em vista as peculiaridades relativas aos requisitos de negociação dos FII, as características da modalidade de investimento no caso dos FIP, entre outras, conforme detalhado acima, sugerimos a não imposição de quaisquer novas restrições para o investimentos nestas classes de fundos.

Por fim, e com intuito de preservar situações já consolidadas, com estruturas de investimento já captadas, em fase de captação ou com compromissos de investimento já firmados, sugerimos a inclusão de regra de transição, conforme redação abaixo, que esclareça que a nova norma não alcança fundos já constituídos ou ativos já adquiridos:

Art. XXº. O disposto no art. XXº desta Instrução não se aplica:

- I - aos fundos de investimento que, até a data de publicação desta Instrução, já tenham instruído e protocolado pedido de registro de suas cotas perante a CVM para realização de oferta pública registrada; ou
- II - aos ativos e valores mobiliários já constantes das carteiras de fundos de investimento registrados e em funcionamento até a data de publicação desta Instrução.

Adicionalmente, apreciamos a iniciativa da CVM e a Secretaria de Previdência do Ministério da Fazenda pela iniciativa de publicação do Ofício Circular Conjunto nº 1/2018/CVM/SIN/SPREV e destacamos que consideramos bastante positiva suas disposições no intuito de uma maior diligência para o investimento de RPPS em fundos de investimento.

No entanto, em nosso entendimento a verificação da adequação do investimento e o procedimento operacional da distribuição de cotas é de responsabilidade do distribuidor. A atuação de administradores e gestores dos fundos de investimento acontece após a subscrição e emissão das cotas e neste sentido, o



dever de diligência dos gestores e administradores de fundos é limitado para impedir aplicações de recursos dos RPPS.

Por último, salientamos que em nosso entendimento qualquer regramento acerca dos requisitos de composição e diversificação da carteira de investimento dos RPPS devem ser tratados no mesmo normativo específico que já tratam das demais regras de composição e diversificação da carteira de investimento do RPPS, a Resolução 3.922.

II. **Alteração da instrução sobre ofertas com esforços restritos restringindo as distribuições de CRI e CRA àqueles emitidos por companhias securitizadoras registradas como companhias abertas:**

Observada a baixa representatividade das emissões de CRA e CRI de securitizadora sem registro de companhia aberta na CVM e os benefícios relativos a transparência e governança que o registro traz para os investidores e o mercado em geral, consideramos acertada a alteração proposta da ICVM 476.

III. **Alteração na instrução que trata de fundo de investimento e na instrução que trata da atividade de classificação de risco de crédito, para inclusão de hipóteses de infração grave:**

Com finalidade de melhorar o cumprimento de algumas condutas pelos participantes do mercado, considerando, principalmente, as falhas encontradas pela CVM em supervisão dos participantes em ofertas públicas de esforços restritos, essa autarquia propõe transformar em infração grave o descumprimento das “Normas de Conduta” da ICVM 555 ao incluir no art. 141 referência ao art. 92 da referida instrução.

Entendemos legítima a preocupação do regulador com a proposta. Contudo, para melhor tratamento do tema, gostaríamos de propor algumas reflexões.

A primeira diz respeito ao alcance do art. 92. Ele possui tipos abertos de conduta que não definem com assertividade o comportamento esperado do regulado. Por exemplo, ao estipular que o administrador e o gestor devem exercer suas atividades buscando sempre as melhores condições para o fundo, a norma abre a possibilidade de se discutir o que é melhor para o fundo, o que dependeria da análise do caso em concreto. Da mesma forma a regra não traz um rol que determine quais seriam as diligências, por exemplo, “que um homem ativo e probo costuma dispensar à administração de seus próprios negócios”.

A segunda diz respeito à conduta que deveria ser elevada à condição de infração grave. Neste ponto entendemos que condutas com a característica deveriam ser assim consideradas somente quando praticadas com **dolo e risco de dano relevante ao mercado e aos investidores**.



Assim, com o objetivo de não trazer insegurança jurídica ao mercado, propomos que o art. 141 seja alterado para prever como infração grave o descumprimento do art. 92 tão somente quando seu eventual descumprimento se der **com dolo e risco de dano relevante ao mercado e aos investidores**. Com isso entendemos que condutas menos graves que também possam ser enquadradas no art. 92, causadas por falhas operacionais, por exemplo, sejam eventualmente apenadas de forma adequada pelo regulador.

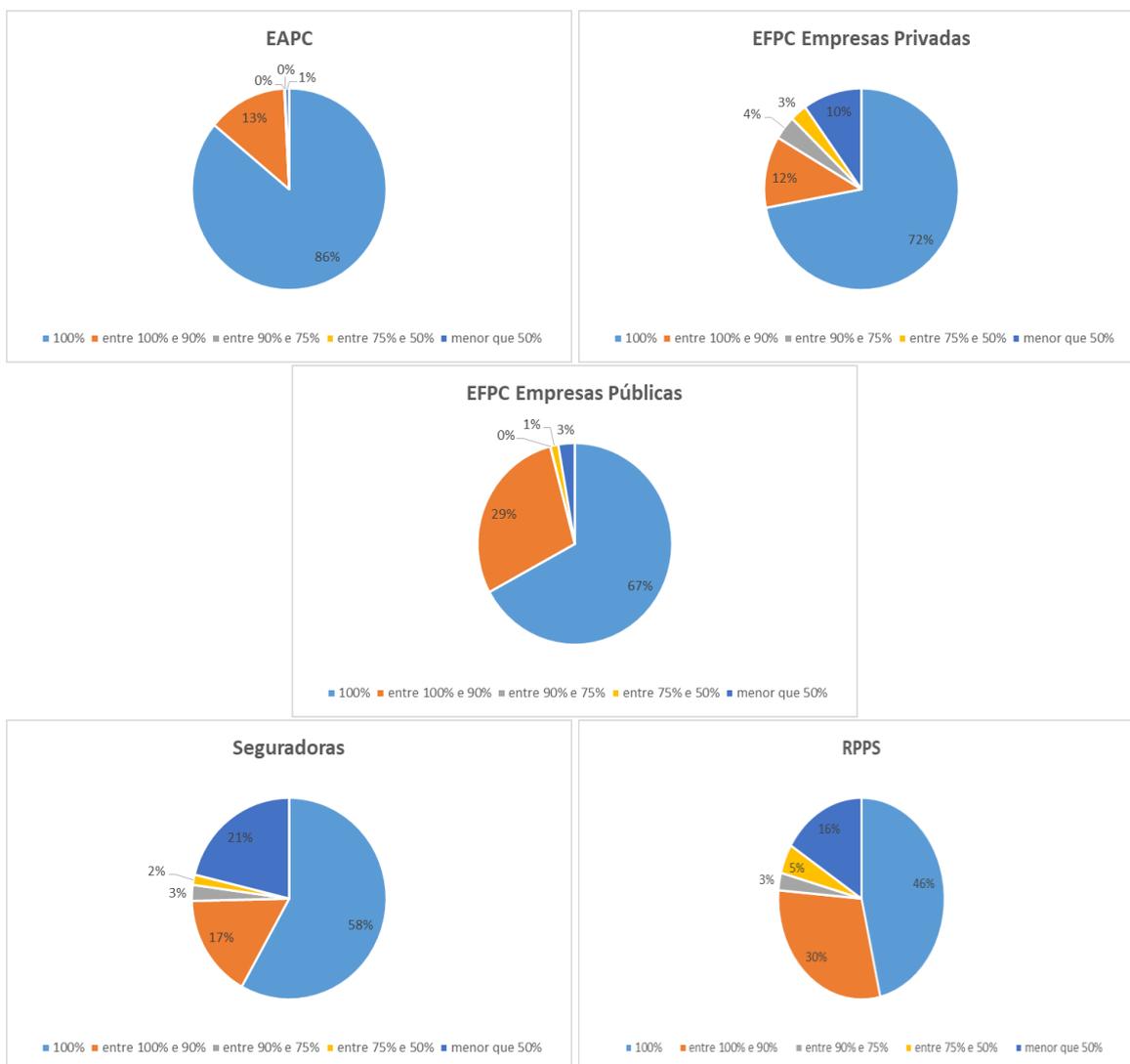
Com relação à atividade de classificação de risco de crédito, não nos manifestaremos sobre este tema por não ser uma atividade representada pela ANBIMA.

IV. Manifestação acerca da possibilidade de estender as limitações trazidas pelo Edital a fundos com participações de Entidades Fechadas de Previdência Complementar (EFPC):

Em atenção ao interesse específico da CVM em receber manifestações do mercado acerca da possibilidade de estender a limitação para aquisição de valores mobiliários distribuídos sem registro de oferta pública na CVM a fundos de investimento com participação relevante de outros tipos de cotistas específicos, esclarecemos que no entendimento da ANBIMA, pelos motivos já expostos, restrições na política de investimentos dos fundos de investimento por tipo de investidor resultam na constituição de estruturas específicas para atendimento destas barreiras, afastando outros tipos de investidores e, conseqüentemente, provocando a concentração de um único tipo de investidor no fundo de investimento que tem restrições específicas na política de investimento.

Essa situação já é observada atualmente, por exemplo, para as EAPC, EFPC, seguradoras e RPPS, tipos de investidores que contam com regras específicas para enquadramento de carteira, conforme demonstrado nos gráficos a seguir, que refletem o percentual de concentração nos fundos de investimento por tipo de investidor específico:





Fonte: ANBIMA (em R\$ milhões). Data-base: maio/18.

Especificamente no que se refere às EFPC, lembramos que a Instrução CVM 554/14 (ICVM 554) tratou de classificar as EFPC como investidor profissional. De acordo com o modelo de declaração da condição de investidor profissional, disponível na Instrução CVM 539/13 (ICVM 539), a EFPC declara que possui “conhecimento sobre o mercado financeiro suficiente para que não me sejam aplicáveis um conjunto de proteções legais e regulamentares conferidas aos demais investidores” e atesta “ser capaz de entender e ponderar os riscos financeiros relacionados à aplicação de meus recursos em valores mobiliários que só podem ser adquiridos por investidores profissionais”.

Destacamos, ainda, que a Resolução CMN 4.661/18 (Resolução 4.661) admite a constituição de fundos de investimento exclusivos geridos pelas próprias EFPC e que a Deliberação CVM 764/17 tratou de



dispensar o registro de administrador de carteira delas para administração de fundos de investimento exclusivos da própria EFPC.

Dessa forma, equiparou-se as EFPC aos seguintes tipos de investidores: (i) instituições financeiras; (ii) EAPC; (iii) seguradoras; e (iv) resseguradora, todos dispensados do registro de administrador de carteira na CVM, não apenas por conta da não incidência do artigo 23 da Lei 6.385/76, mas também, conforme mencionado no voto no Processo Administrativo CVM SEI 19957.002943/2016-71, pelo fato de já se submeterem ao regime regulatório específico que considera as suas peculiaridades, mas com finalidade análoga à CVM, uma vez que toda regulação financeira tem por objetivo maior a preservação da higidez do sistema financeiro e a tutela da poupança pública.

No mesmo sentido, destacamos que a própria Resolução 4.661 exige que as EFPC mantenham estrutura de gestão de recursos e gerenciamento de risco próprios, bem como a designação de administrador estatutário tecnicamente qualificado (AETQ) como principal responsável pela gestão, alocação, supervisão e acompanhamento dos recursos garantidores de seus planos e pela prestação de informações relativas à aplicação desses recursos.

Lembramos ainda o papel da Associação Brasileira das Entidades Fechadas de Previdência Complementar ("ABRAPP") e seu Código de Princípios Éticos e de Condutas para o Regime Fechado de Previdência Complementar no contínuo aprimoramento das práticas de investimento das EFPC.

Destacamos novamente a iniciativa do Ministério da Fazenda no denominado GT Mercado de Capitais que, especificamente para o desenvolvimento do mercado de seguros e previdência, está discutindo a equiparação das regras aplicáveis aos gestores de recursos das entidades previdenciárias ao arcabouço regulatório definido pela CVM para a atividade de gestão profissional de recursos de terceiros (ICVM 558).

Diante do exposto, consideramos (i) desnecessária a regulação da CVM sobre os investimentos das EFPC, tendo em vista sua qualificação e estrutura de investimento e (ii) que poderá trazer incertezas, tendo em vista a possibilidade de incompatibilidade das normas pretendidas pela CVM com a do regulador e autorregulador específicos das EFPC (Previc e ABRAPP), que já cuidam de normatizar e fiscalizar os investimentos de tais entidades, conforme mencionado no voto no Processo Administrativo CVM SEI 19957.002943/2016-71.

Acreditamos que o melhor caminho seria estimular que RPPS e EFPC participassem de fundos destinados a outros tipos de investidores e não o contrário. Quanto mais diluída for a participação desse tipo de investidor nos veículos, menor será a probabilidade de voltarmos a assistir aos problemas vistos recentemente.



Considerações Finais

Adicionalmente, caso esta autarquia entenda que a norma proposta pelo edital deva ser mantida em seus termos originalmente propostos, alertamos para a necessidade de tratar a questão do controle indireto do passivo de forma expressa. Nesse sentido seria importante que esta autarquia esclarecesse que, ao restringir o investimento por RPPS em um fundo o administrador, este estaria desobrigado a avaliar o passivo de eventuais fundos investidores ou, no limite, que esta obrigação pudesse ser cumprida mediante coleta de simples declaração emitida pelo administrador do fundo investidor.

Por fim, cumpre destacar que o referido ajuste na regulamentação poderá, ainda, ter como efeito a restrição ao acesso pelos RPPS a fundos de investimento de um modo geral, pois, dadas as dificuldades para controlar percentualmente o volume de cotistas no fundo, é possível que os administradores simplesmente vedem o ingresso desses cotistas. Outro efeito adverso seria vedar ativos emitidos por meio do processo descrito na ICVM 476 de forma indiscriminada em quaisquer fundos que potencialmente poderiam ter RPPS como cotistas.

Desde já, agradecemos e solicitamos, tão logo seja possível, reunião para debatermos as propostas aqui apresentadas.

Atenciosamente,

ORIGINAL ASSINADO POR:

Carlos José da Costa André
Vice-presidente da ANBIMA

