

São Paulo, 23 de agosto de 2018.

À

**COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS**

Superintendência de Desenvolvimento de Mercado – SDM

Rua Sete de Setembro, 111, 23º andar.

CEP 20050-901 – Rio de Janeiro – RJ.

At.: Sr. Antônio Carlos Berwanger

**Ref.: Edital de Audiência Pública SDM Nº 03/18**

Prezado Senhor,

A **B3 S.A. – Brasil, Bolsa, Balcão** (“B3”) vem, por meio da presente, em referência ao Edital de Audiência Pública SDM Nº 03, de 24 de julho de 2018 (“Edital”), submeter, a esta D. Comissão de Valores Mobiliários (“CVM”), seus comentários à minuta de instrução que propõe “*aprimorar questões que envolvem a oferta de valores mobiliários por meio de ofertas públicas com esforços restritos*” (“Minuta”).

**(a) Introdução**

1. A Minuta propõe alterações nas seguintes normas: Instrução CVM nº 356, de 17 de dezembro de 2001 (“Instrução CVM 356”), Instrução CVM nº 472, de 31 de outubro de 2008 (“Instrução CVM 472”), Instrução CVM nº 476, de 16 de janeiro de 2009 (“Instrução CVM 476”), Instrução CVM nº 521, de 25 de abril de 2012 (“Instrução CVM 521”), Instrução CVM nº 555, de 17 de dezembro de 2014 (“Instrução CVM 555”) e Instrução CVM nº 578, de 30 de agosto de 2016 (“Instrução CVM 578”).

2. No Edital, a CVM endereça três principais alterações, referentes:

**(i)** aos fundos de investimento que possuam Regimes Próprios de Previdência Social (“RPPS”) como cotistas preponderantes, bem como à aplicação de recursos por parte desses fundos;

(ii) às ofertas públicas de valores mobiliários com esforços restritos, nos termos da Instrução CVM 476, especialmente no que diz respeito à distribuição de Certificados de Recebíveis Imobiliários (“CRI”) e Certificados de Recebíveis do Agronegócio (“CRA”), para vedar a realização de tais ofertas por companhia securitizadoras que não sejam registradas na CVM como companhias abertas; e

(iii) à inclusão de hipótese de infração grave, no caso de não observância de diligências necessárias por administradores, gestores e agências de classificação de risco.

3. Considerando a diversidade de assuntos abordados na Minuta e a pequena quantidade de dispositivos modificados em cada uma das instruções alteradas, julgamos adequado dividir essa manifestação sob a ótica de quatro pontos principais: (i) definição de participação preponderante; (ii) monitoramento e *disclosure* das aplicações de RPPS / Impactos nas políticas de investimentos dos fundos; (iii) extensão das regras para Entidades Fechadas de Previdência Complementar (“EFPC”); e (iv) registro de companhias securitizadoras como companhias abertas.

#### **(b) Definição de participação preponderante**

4. O Edital faz referência aos termos “*preponderantemente*” e “*preponderância*” para qualificar os fundos de investimento cuja participação por um ou mais RPPS, na condição de cotista, seja equivalente a 15% ou mais de seus patrimônios líquidos.

5. Nesse cenário, a B3 entende oportuno avaliar se esse patamar não seria excessivamente reduzido para se caracterizar a “*preponderância*” dos RPPS.

6. Por força do art. 14 da Resolução nº 3.922, de 25 de novembro de 2010, do Conselho Monetário Nacional (“CMN”), o total de aplicações de um RPPS em

um mesmo fundo de investimento já está limitado aos mesmos 15%, ou menos (no caso do §1º do art. 14<sup>1</sup>), do respectivo patrimônio líquido.

7. Esse percentual, que antes era de 25%, foi reduzido pela Resolução CMN nº 4.604, de 19 de outubro de 2017, o que já demonstra uma maior rigidez no tratamento regulatório dessa matéria.

8. Sendo assim, a imposição de uma nova restrição, ainda que seja direcionada às alternativas de investimento dos fundos, e não aos RPPS diretamente, limitaria demasiadamente as possibilidades de alocação de recursos dos fundos, as expectativas de rendimento dos demais cotistas e dos próprios RPPS.

9. Adicionalmente, a previsão na Minuta de que o percentual de 15% possa ser atingido “isolada ou conjuntamente” dificulta o controle para evitar a incidência desse percentual, tanto por parte dos administradores e/ou gestores dos fundos, quanto pelo próprio RPPS, uma vez que o último ficaria vulnerável à entrada de outra instituição a ele equiparada.

10. Neste particular, deve-se observar que a regulamentação editada pelo CMN acima indicada não obsta que um único RPPS atinja, direta e isoladamente, os referidos 15% de participação em um mesmo fundo de investimento.

**(c) Monitoramento e *disclosure* das aplicações de RPPS / Impactos nas políticas de investimentos dos fundos**

11. A previsão de “gatilho” para aplicação de RPPS em fundos de investimento presumivelmente trará novas rotinas operacionais para a indústria, como a necessidade de serem monitoradas as negociações das respectivas cotas em mercado secundário por parte de seus administradores, haja vista os impactos nos contornos das políticas de investimento a serem seguidas pelos

---

<sup>1</sup> Art. 14. O total das aplicações dos recursos do regime próprio de previdência social em um mesmo fundo de investimento deverá representar, no máximo, 15% (quinze por cento) do patrimônio líquido do fundo, observado o disposto no art. 12.

§ 1º O limite de que trata o caput será de até 5% (cinco por cento) do patrimônio líquido dos fundos de investimento de que tratam os incisos VII do art. 7º, III e IV do art. 8º.

gestores.

12. No entanto, o Edital não faz referência ou atribui responsabilidade pelo acompanhamento dos percentuais detidos por RPPS, nem prevê a obrigatoriedade de que os RPPS comuniquem os administradores dos fundos de investimento em caso de atingimento de patamares de participação, ou a necessidade de divulgação de fatos relevantes ou comunicados ao mercado a esse respeito.

13. Tais informações seriam fundamentais sob a perspectiva dos demais investidores, pois a superação do percentual de 15% (ou outro que essa CVM julgar adequado) de patrimônio líquido por RPPS nos fundos de investimento teria por consequência uma limitação no rol de valores mobiliários em que tais veículos poderiam aportar recursos, atingindo, conseqüentemente, as expectativas de investimento dos cotistas.

14. Do ponto de vista dos investidores, seria importante a possibilidade de acompanhar o quão próximos os fundos de investimento em que aportaram seus recursos estão do limite proposto, pois sua superação afetará a política de investimento. Para tanto, poderiam ser úteis campos específicos nos respectivos informes mensais ou trimestrais dos fundos, informando a participação consolidada atingida por RPPS nos respectivos patrimônios líquidos.

15. Ainda em relação ao monitoramento dos percentuais, a redação submetida pela CVM à audiência pública impõe desafios aos administradores e gestores de fundos de investimento, ao contemplar, em seu cômputo, não apenas as participações diretas detidas por RPPS, mas também os investimentos realizados indiretamente, o que agrega maior complexidade ao acompanhamento dos investimentos de tais instituições nos fundos.

16. Ademais, conforme proposto, entendemos que a métrica proposta seria onerosa não apenas aos demais cotistas, mas também à atuação dos administradores e gestores desses fundos, uma vez que a vedação aos investimentos não estaria restrita apenas aos valores mobiliários distribuídos por meio de ofertas com esforços restritos, mas sim a quaisquer valores mobiliários

que não tenham sido objeto de oferta registrada nos termos da Instrução CVM nº 400, de 29 de dezembro de 2003 (exceção feita aos valores mobiliários emitidos por companhias abertas habilitadas em programas de distribuição).

17. A restrição a investimentos apresenta-se como extremamente relevante, principalmente em relação a fundos de investimento com relativa liquidez e negociabilidade de suas cotas em mercado secundário. Nesses casos, o atingimento do limite aventado de 15% do patrimônio líquido pode ocorrer independentemente de qualquer atuação por parte de sua administração e/ou gestão, caso RPPS promovam aplicação relevante de recursos, ocasionando, para estes efeitos, um “*desenquadramento passivo*” do veículo.

18. Apesar de tal situação não estar sujeita ao controle dos prestadores de serviço dos fundos de investimento, o atingimento do patamar proposto pela CVM por RPPS terá consequências importantes para a própria política de investimento dos fundos, que necessariamente terão suas amplitudes restringidas.

19. Ademais, as ofertas públicas de valores mobiliários realizadas mediante esforços restritos de distribuição consolidaram-se nos últimos anos como mecanismo largamente utilizado pelo mercado de capitais brasileiro, de modo que a regra ora proposta poderia ter por consequência afastar ofertas legítimas, promovidas por instituições com histórico junto ao mercado de capitais brasileiro, em prejuízo de toda a indústria de fundos de investimento.

20. O próprio mecanismo de ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários com esforços restritos de distribuição poderia, no limite, ser afetado. Ao inverso, como forma de elidir a incidência dos limites de participação por RPPS, agentes de mercado poderiam vir a adotar outras estruturas alternativas, com o objetivo de se evitar a superação do patamar previsto.

21. A exceção prevista para a restrição à aquisição de valores mobiliários ofertados mediante dispensa de registro – qual seja, os valores mobiliários emitidos por companhias abertas habilitadas a emitir em programas de distribuição – abrange parcela limitada dos emissores registrados como companhias abertas junto à CVM.

22. Portanto, ainda que considerando tal exceção, fundos de investimento com participação significativa de cotistas que sejam RPPS teriam suas respectivas políticas de investimento substancialmente limitadas por conta das normas submetidas a esta audiência pública.

**(d) Extensão das regras para Entidades Fechadas de Previdência Complementar**

23. O Edital informa que a CVM “(...) *está particularmente interessada em receber manifestações do mercado acerca da possibilidade de estender tais limitações a fundos com a participação relevante de outros tipos de cotistas específicos, como as Entidades Fechadas de Previdência Complementar (EFPC), por exemplo*”.

24. Tendo em vista a relevância desses atores para o mercado de capitais brasileiro, e não obstante concordarmos com a necessidade de endereçamento da questão, a B3 entende que tal limitação seria mais bem discutida e ponderada em eventual audiência pública que tenha por objeto regras especificamente aplicáveis a EFPC, de modo a propiciar debate amplo e estruturado a esse respeito.

**(e) Registro de companhias securitizadoras como companhias abertas**

25. O Edital também propõe alteração pontual à Instrução CVM 476, de modo que apenas companhias securitizadoras registradas junto à CVM como companhias abertas possam participar de emissões de CRI e CRA por meio de ofertas públicas com esforços restritos de distribuição.

26. Em nosso entendimento, a exigência de registro das companhias securitizadoras nessas circunstâncias não se coaduna com o racional regulatório adotado pela CVM ao editar o regime das companhias dispensadas de registro, previsto na Instrução CVM 476, podendo implicar assimetria de tratamento entre

as companhias securitizadoras e as outras companhias que emitem os demais valores mobiliários pela referida instrução<sup>2</sup>.

\* \* \* \* \*

Sendo o que nos cumpria para o momento, renovamos nossos votos de estima e profunda consideração, subscrevemo-nos.

Atenciosamente,

**B3 S.A. – BRASIL, BOLSA, BALCÃO**

---

<sup>2</sup> A esse respeito, vale destacar o racional exposto no Edital de Audiência Pública Nº 05/2008, que endereça a lógica que permeia a dispensa de registro: “*Por meio dessas dispensas de registro, a CVM pretende reduzir os custos das ofertas públicas de esforços restritos, facilitando o acesso dos emissores ao mercado de valores mobiliários. A Minuta procura ainda eliminar as incertezas geradas pela amplitude do conceito de oferta pública previsto na legislação, fornecendo aos emissores, nas situações que especifica, a segurança de que estão dispensados de buscar o registro da CVM.*”