



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

RELATÓRIO DE ANÁLISE

Audiência Pública SDM nº 03/18 – Processo CVM SEI nº 19957.006551/2018-43

Objeto: Alteração das Instruções CVM nº 356, de 2001, nº 472, de 2008, nº 476, de 2009, nº 521, de 2012, nº 555, de 2014 e nº 578, de 2016.

Introdução

Este relatório foi elaborado pela Superintendência de Desenvolvimento de Mercado – SDM da Comissão de Valores Mobiliários (“CVM”), para apresentar ao Colegiado da autarquia as sugestões enviadas no âmbito da Audiência Pública SDM nº 03/18, que recebeu comentários do público entre os dias 24 de julho e 23 de agosto de 2018.

A audiência teve como objeto minuta de instrução (“Minuta”) propondo alterações e acrescentando dispositivos às referidas Instruções. As proposições da Minuta podem ser classificadas em três grupos:

- (i) alteração na instrução sobre ofertas com esforços restritos, restringindo as distribuições de certificados de recebíveis imobiliários (“CRI”) e certificados de recebíveis do agronegócio (“CRA”) àqueles emitidos por companhias securitizadoras registradas como companhias abertas; e
- (ii) inclusão de hipóteses de infração grave na instrução geral que regula os fundos de investimento e na instrução que regula a atividade de classificação de risco de crédito; e
- (iii) limitar a aquisição de valores mobiliários, distribuídos sob certas condições, por fundos de investimento com participação relevante de investidores que sejam Regimes Próprios de Previdência Social (“RPPS”).

Especificamente no que se refere ao item (iii), a CVM demonstrou particular interesse em receber manifestações acerca da possibilidade de estender as limitações previstas na Minuta a fundos de investimento que contem com a participação relevante de outros tipos de cotistas, notadamente as entidades fechadas de Previdência complementar (“EFPC”).



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

As manifestações na audiência pública recebidas tempestivamente estão integralmente disponíveis na rede mundial de computadores¹, razão pela qual os comentários e sugestões recebidos são citados neste relatório de forma breve e sucinta.

Para melhor descrever e comentar as sugestões recebidas, o relatório está organizado da seguinte forma:

Conteúdo do relatório

1. Participantes da audiência pública.....	2
2. Comentários à Minuta.....	3
2.1. Vedação a ofertas de certificados por securitizadoras não registradas na CVM (art. 1º, § 1º, da ICVM 476)	3
2.2. Novas incidências de infração grave (art. 33 da ICVM 521 e art. 141 da ICVM 555)..	4
2.3. Limitação de aplicação de fundos de investimento em ofertas sem registro na CVM (ICVMs 356, 472, 555 e 578)	5
3. Proposta definitiva de Instrução.....	13

1. Participantes da audiência pública

A audiência pública contou com dezesseis participantes: (i) Associação Brasileira das Private Equity e Venture Capital (“ABVCAP”); (ii) Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais (“ANBIMA”); (iii) Associação das Consultorias de Previdência e Investimento (“ACINPREV”); (iv) Associação Brasileira de Instituições de Previdência Estaduais e Municipais (“ABIPEM”); (v) B3 S.A. – Brasil, Bolsa, Balcão (“B3”); (vi) Baptista Luz Advogados (“Baptista Luz”); (vii) Barcellos Tucunduva Advogados (“Barcellos Tucunduva”); (viii) Douglas Ineia (“Douglas Ineia”); (ix) Instituto de Previdência Social dos Servidores Públicos do Município de Joinville (“IPREVILLE”); (x) Kinea Private Equity Investimento S.A. e Vinci Capital Gestora de Recursos Ltda. (“Kinea-Vinci”); (xi) Mattos Filho, Veiga Filho, Marrey Jr e Quiroga Advogados (“Mattos Filho”); (xii) Marco Antonio Faraco (“Marco Faraco”), (xiii) Negrão, Ferrari & Associados

¹ http://www.cvm.gov.br/audiencias_publicas/ap_sdm/2018/sdm0318.html



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

Advogados (“Negrão Ferrari”); (xiv) Sparta Administradora de Recursos Ltda. (“Sparta”); (xv) TMJ Capital Gestão de Recursos Ltda. (“TMJ”); e (xvi) Vladimir de Faria Azevedo (“Vladimir Azevedo”).

2. Comentários à Minuta

2.1. Vedação a ofertas de certificados por securitizadoras não registradas na CVM (art. 1º, § 1º, da Instrução CVM nº 476)

Contrapondo a baixa representatividade das emissões de CRA e CRI de securitizadoras sem registro de companhia aberta na CVM com os benefícios relativos à transparência e governança que o registro traz para os investidores e o mercado em geral, ANBIMA considera acertada a alteração proposta na Instrução CVM nº 476, de 2009.

B3, por outro lado, entende que a exigência de registro das companhias securitizadoras não se coaduna com o racional regulatório adotado pela CVM ao estruturar o regime das companhias dispensadas de registro, conforme previsto na referida instrução. Assim, alerta que a alteração proposta na Minuta poderia implicar em “*assimetria de tratamento*” entre as companhias securitizadoras e as outras companhias que realizam ofertas de valores mobiliários com esforços restritos de colocação.

A CVM reconhece que, conforme apontado pela B3, a proposta representa hipótese de assimetria no tratamento entre companhias securitizadoras e outras companhias cujas emissões de valores mobiliários são distribuídas sob a égide da Instrução CVM nº 476, de 2009.

Entretanto, a CVM considera que tal assimetria encontra fundamento no papel que as companhias securitizadoras exercem no mercado de capitais, dado que todo processo de securitização de direitos creditórios guarda muitas especificidades. A emissão de um certificado de recebíveis é uma operação via de regra mais complexa que a emissão dos valores mobiliários mais tradicionais, tais como ações ou mesmo debêntures.

Essa maior complexidade resulta em um rol diferenciado de atividades a serem desempenhadas pelas companhias securitizadoras no curso de suas atividades, nos termos da Lei nº



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

9.514, de 1997, norma essa que não é oponível a todos os emissores que acessam o mercado por meio da Instrução CVM nº 476, de 2009.

Nesse sentido, é entendimento da Autarquia que as companhias securitizadoras atuam não só como emissores, mas como prestadores de serviço para os titulares dos certificados, aproximando-os dos administradores fiduciários de fundos de investimento.

Nessa linha, como mencionado no edital de audiência pública, nos fundos de investimentos estruturados, que também podem ser objeto de ofertas públicas sob o regime da Instrução CVM nº 476, de 2009, tem-se que o fundo, o administrador fiduciário e o gestor possuem registro na CVM, oferecendo um acompanhamento bem mais eficiente por parte do regulador.

Adicionalmente, como atualmente o regime de divulgação de informações dos certificados encontra-se presente na regra aplicável às companhias securitizadoras registradas como emissores, os dispositivos de monitoramento e controle das carteiras dos certificados não são exigíveis nas ofertas com esforços restritos se realizadas por securitizadoras não registradas, trazendo prejuízo informacional ao mercado e à CVM, e dificultando a supervisão dessas emissões e o acompanhamento dos patrimônios em separado constituídos.

Trata-se, portanto, de avaliação que suplanta em muitos aspectos a mera questão do regime informacional a que se submete um emissor registrado, em contraposição à ausência de um regime similar para os casos dos emissores não registrados.

2.2. Novas incidências de infração grave (art. 33 da Instrução CVM nº 521 e art. 141 da Instrução CVM nº 555)

ANBIMA considera pertinente a preocupação em transformar em infração grave o descumprimento das normas de conduta da Instrução CVM nº 555, de 2014. Entretanto, com base em reflexões acerca da aplicação da regulação, com o manifestado objetivo de “*não trazer insegurança jurídica ao mercado*”, propõe que a infração grave reste caracterizada tão somente quando seu eventual descumprimento se der com dolo e risco de dano relevante ao mercado e aos investidores.

Assim, condutas menos graves também poderiam ser enquadradas no art. 92 da referida instrução, tais como as causadas por falhas operacionais, por exemplo, e poderiam, segundo a



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

participante, receber tratamento diferente daquelas infrações que representam “*dolo e risco*” para o mercado e seus investidores.

TMJ questiona se a CVM “*pretende divulgar o rol de diligências que se espera do gestor*”, de modo que a eventual avaliação do que caracterizaria uma grave infração ao dever de diligência não seja subjetiva.

Com relação à sugestão da ANBIMA, decidiu-se pela sua não aceitação, em virtude do entendimento de que a existência de dolo e risco de dano ao mercado são características tidas em consideração no âmbito de procedimentos sancionadores, ou seja, em sede de casos concretos, que são de difícil antecipação pela norma. Ademais, a dosimetria de eventuais penas também considera a existência ou não de dolo e risco de dano ao mercado, conforme sinalizado pela CVM no item 2.3 do [Edital de Audiência Pública SDM nº 02/18](#).

No que se refere ao questionamento da TMJ, a CVM esclarece a princípio não tem a intenção de divulgar o rol de exigências que se espera do gestor, uma vez que tais padrões de conduta já estão estabelecidos na regulação há muitos anos e que tal entendimento já está incorporado pelos regulados, seja por meio da atuação da Autarquia em sede de supervisão, seja por meio de precedentes em casos concretos já julgados pelo Colegiado.

Não obstante, na hipótese de as áreas técnicas da CVM julgarem conveniente e oportuno publicarem maiores esclarecimentos sobre algum aspecto, elas podem orientar o mercado por meio de Ofícios-Circulares, como, aliás, já foi feito para muitos temas, tais como nos casos de investimento em CCB (Ofício Circular CVM/SIN/nº 1/2010), em ativos de crédito privado (Ofício Circular CVM/SIN/nº 6/2014), ou em criptoativos (Ofício Circular CVM/SIN/nº 11/2018).

2.3. Limitação de aplicação de fundos de investimento em ofertas sem registro na CVM

ABVCAP defende que, conforme propostas, as restrições previstas na Minuta poderão causar prejuízos à indústria de **Private Equity** e **Venture Capital** (“PEVC”), haja vista: (i) a natureza dos ativos comumente adquiridos pelos fundos de investimento em participações (“FIP”); e (ii) os demais impactos operacionais que seriam impostos a tais fundos. Ademais, argumenta que medidas já adotadas pelo Conselho Monetário Nacional (“CMN”) e pela Secretaria de Previdência do Ministério da Fazenda endereçam adequadamente as preocupações expressas no Edital.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

Diante do acima exposto, ABVCAP sugere a exclusão do art. 7º da Minuta.

A partir de uma consistente e profunda análise dos possíveis impactos decorrentes da Minuta, no que se refere a fundos de investimento regulados na Instrução CVM nº 555, de 2014 (“FI”), e fundos de investimento em direitos creditórios (“FIDC”), ANBIMA sugere uma restrição alternativa, na qual fundos que possuíssem RPPS como cotista(s) não poderiam adquirir mais do que 25% de uma emissão de valores mobiliários que não tenha sido objeto de registro na CVM, exceto quando os ativos forem emitidos no âmbito de programas de distribuição.

Já no que se refere aos FIP e fundos de investimento imobiliário (“FII”), tendo em vista as peculiaridades relativas aos requisitos de negociação dos FII e as características da modalidade de investimento, no caso dos FIP, ANBIMA sugere a não imposição de quaisquer novas restrições para investimentos. Por fim, com vistas à preservação de estruturas de investimento já captadas, em fase de captação ou com compromissos de investimento já firmados, ANBIMA sugere a inclusão de regra de transição, que esclareça que a nova norma não alcança fundos já constituídos ou ativos já adquiridos.

ACINPREV faz considerações específicas sobre cada um dos quatro veículos de investimento coletivo que são objeto da Minuta. No que se refere aos FIDC, sugere redação alternativa, pautada na maximização da governança nos fundos, o que se daria por meio do aumento de garantias na operação: as garantias aumentariam a atratividade dos FIDC para investidores de perfil conservador, assim melhor integrando-os com os RPPS.

No que tange aos FII, a partir do entendimento de que a Minuta inviabiliza o investimento em companhias que atuam no desenvolvimento do mercado imobiliário, especialmente quanto a aquisição de participação societária de SPE, haja vista que estas em sua imensa maioria não são constituídas como companhias abertas, ACINPREV propõe redação alternativa, cujo foco se encontra no aumento da governança e fiscalização, bem como nas regras para acompanhamento do desenvolvimento e performance dos ativos imobiliários.

Já no tocante aos FI, ACINPREV entende que a Minuta dificultará a execução da política de investimento de fundos existentes, bem como restringirá as possibilidades de criação de fundos com política de investimento que sejam eficientes para alcance da meta atuarial dos RPPS. Assim,



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

ACINPREV argumenta que a Minuta produziria efeito diretamente inverso ao pretendido, ou seja, ao invés de agregar os investidores RPPS ao mercado, agravaria sua segregação.

Desse modo, ACINPREV sugere redação alternativa, na qual seriam adotadas medidas que tornariam as aplicações dos fundos investidos por RPPS potencialmente mais seguras, em razão de uma maior exigência de governança.

Com relação aos FIP, considerando que tais fundos possuem como principal característica a aquisição de participação societária de companhias fechadas, ACINPREV argumenta que a Minuta potencialmente acarretaria na vedação à aplicação em FIP por parte dos RPPS. Assim, ACINPREV sugere redação alternativa, na qual seriam adotadas medidas que tornariam as aplicações dos FIP investidos por RPPS potencialmente mais seguras, em razão de uma maior exigência de governança.

ABIPEM e IPREVILLE acreditam que as restrições às aplicações de fundos de investimento que tenham RPPS como cotistas relevantes não são no momento a melhor forma de enfrentar os problemas que motivaram a CVM a agir, dado que as propostas da Minuta ocasionariam problemas não somente aos RPPS, mas ao funcionamento da indústria de fundos de investimento como um todo.

Isto posto, os participantes sugerem que (i) se aguarde o resultado e o impacto decorrente das alterações na Resolução CMN nº 3.922, de 2010, conforme efetuadas pela Resolução CMN nº 4.604, de 2017; e (ii) a CVM estimulasse ainda mais a participação dos RPPS em fundos de investimento que sejam destinados também a outros tipos de investidores.

Ao se manifestar sobre as aplicações de fundos de investimento com cotistas com participação relevante, além de questionar a definição de “preponderância” conforme utilizada na Minuta, B3 abordou a matéria sob a ótica do monitoramento e **disclosure** das aplicações dos RPPS, em conjunto com os impactos nas políticas de investimentos dos fundos de investimento.

Sem fazer distinções em função do tipo de fundo de investimento, a B3 apresentou uma série heterogênea de argumentos contrários à alteração proposta na Minuta, tal como o fato de que fundos de investimento com participação significativa de cotistas que sejam RPPS teriam suas respectivas políticas de investimento substancialmente limitadas, o que oneraria não somente o referido tipo de investidor, mas também administradores, gestores e outros investidores.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

Assim como vários outros participantes, Baptista Luz apontou dificuldades operacionais relacionadas aos controles de ativo e passivo de fundos de investimento que teriam que ser implementados para conferir efetividade às alterações propostas na Minuta. Apresentando redações alternativas, Baptista Luz entende que os problemas relacionados a FIDC, FII e FIP poderiam ser melhor enfrentados pelo aprimoramento na governança desses veículos de investimento.

Ademais, no que diz respeito aos FI, Baptista Luz argumenta que, ao impedir a aquisição de quaisquer valores mobiliários que não tenham sido objeto de oferta pública registrada, a Minuta compromete severamente a sustentabilidade dos fundos que possuam preponderantemente como cotistas os RPPS.

Restringindo sua manifestação às matérias atinentes aos FIP, Barcellos Tucunduva e Kinea-Vinci fazem coro à ABVCAP, no sentido de que as especificidades da indústria de PEVC – notadamente seu *modus operandi* – impactam diretamente o funcionamento dos FIP, sendo materiais o suficiente para que a CVM desista de alterar a norma vigente, dado que tal alteração poderia prejudicar o funcionamento eficiente desse mercado.

Kinea-Vinci vai além da sugestão de exclusão do art. 7º da Minuta, apresentando, como alternativa, um aumento de 15% para 50% do patrimônio líquido do FIP detido por RPPS como gatilho para as restrições nos investimentos do fundo e defendendo a necessidade de uma regra de transição.

Douglas Ineia se diz convencido de que existe a necessidade de se estabelecer algumas regras para proteger as aplicações dos RPPS. Contudo, argumenta, o modo proposto na minuta, “*apesar de aparentemente ser uma diligência que protegerá os cotistas, poderá criar grandes problemas para os gestores e administradores*”. Exemplifica pela existência – em tese – de operações já em andamento que seriam descontinuadas. Para além de administradores e gestores, a proposta na Minuta teria o condão de provocar ineficiências no mercado.

Utilizando um argumento muito utilizado, Mattos Filho inicia manifestando especial preocupação em relação aos FIDC, FII e FIP, “*os quais já não são livremente investidos por RPPS em razão da regulação aplicável a esses investidores e outras medidas administrativas tomadas nos últimos tempos*”. Prossegue, apresentando argumentação no sentido de que a alteração proposta na Minuta não alcançará o efeito desejado, tendo o condão, ainda, de provocar ineficiências no mercado.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

Mattos Filho defende que as ofertas restritas não parecem ser a causa dos problemas vividos por RPPS, mas tão-somente um instrumento utilizado no processo de defraudação da previdência dos servidores públicos. Dessa forma, eliminar esse instrumento, que oferece celeridade ao mercado e tem suas óbvias vantagens, não afastaria efetivamente o risco de fraude.

Mattos Filho solicita à CVM que confirme que (i) direitos creditórios adquiridos por FIDC que não se qualificam como ativos financeiros ou valores mobiliários; (ii) imóveis e ações/quotas de SPE adquiridas pelos FII; e (iii) ações de companhias fechadas e quotas de sociedades limitadas investidas pelos FIP não são considerados valores mobiliários e, portanto, não estariam sujeitos às restrições propostas na Minuta.

Mattos Filho sugere que os arts. 4º, 5º e 7º da Minuta sejam excluídos e também que a CVM aprofunde o diálogo com os participantes do mercado, no tocante à incidência de restrições sobre investimentos de FIDC, FII e FIP. O participante finaliza sugerindo redação alternativa para o art. 6º, que trata dos FI, e, assim como ANBIMA e Kinea-Vinci, sugere redação para uma regra de transição.

Negrão Ferrari manifesta apoio à iniciativa no tocante ao seu intuito de mitigar os potenciais riscos relacionados à governança, transparência e conflitos de interesse em operações envolvendo fundos de investimento que possuam preponderantemente RPPS como cotistas e sugere ligeira mudança na regra proposta na Minuta, de modo a enfrentar os casos de desenquadramento passivo em decorrência do resgate de cotas do fundo por outros cotistas.

Sparta entende que os objetivos perseguidos pela CVM por meio das alterações propostas na Minuta poderiam ser atingidos caso exista segurança para que gestores, administradores fiduciários e “*distribuidores sérios*” tenham interesse em buscar cotistas RPPS com o objetivo de diversificar a composição do passivo de fundos de investimento que já foram objeto de análise por outros investidores.

A partir desse pressuposto, combinado com as dificuldades operacionais relacionadas à implementação de controles eficientes de ativo e passivo de fundos de investimento, também apontadas por outros participantes, Sparta apresenta uma série de ponderações e sugestões de redação destinadas a prover maior segurança aos agentes de mercado, ou até mesmo a evitar a criação de inseguranças.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

TMJ manifesta preocupação com a possibilidade de que a regra incida também sobre portfólios que foram montados antes da alteração, o que poderia resultar em desenquadramentos passivos. Entende que tal posição faria com que fundos de investimento ficassem impedidos de captar recursos e continuar seguindo a sua política de investimentos, assim como poderia limitar possíveis estratégias para adequar esses ativos dentro de suas carteiras.

Vladimir Azevedo sugere debate acerca do aprimoramento da regulação por meio de duas ferramentas de combate ao déficit atuarial: (i) monetização de ativos públicos (“sale and lease back” de ativos do setor público); e (ii) investimentos em infraestrutura (criação de um limite específico na Resolução CMN nº 3.922, de 2010, disciplinando as aplicações dos RPPS em fundos de participações de infraestrutura).

Embora a iniciativa da CVM no sentido de tentar trazer maior governança a determinado segmento da indústria de fundos de investimento tenha sido bem recebida pelos participantes, é forçoso reconhecer que o conjunto de manifestações foi bastante homogêneo em tom crítico à proposta pensada pela CVM, no que parece um claro indicativo de que os arts. 4º a 7º da Minuta não foram percebidos pelo mercado como regras por si só suficientes, ou mesmo adequadas, para fazerem frente às preocupações que motivaram a CVM a agir.

Ademais, várias manifestações perpassaram preocupações em comum, mais comumente relacionadas à dificuldade operacional em cumprir a regra em toda sua extensão, destacando-se:

- (i) as muitas hipóteses de desenquadramentos passivos;
- (ii) a dificuldade de consolidação dos passivos dos fundos em função da aquisição de aquisição de cotas por conta-e-ordem, da aquisição de cotas no mercado secundário e da alocação em fundos de fundos que origem participações cruzadas; e
- (iii) o fato de que, ainda que fosse factível um controle total da exposição dos RPPS, não seria possível impedir investimentos superiores a 15% do patrimônio líquido sem que outros cotistas também fossem de algum modo (potencialmente) prejudicados.

Adicionalmente, em 27/11/2018, data posterior ao fim do prazo para manifestações no âmbito da audiência pública em tela, foi publicada a Resolução CMN nº 4.695, que altera normas atinentes às aplicações dos recursos dos RPPS. Assim, por força do disposto na nova redação do



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

art. 15, § 2º, da Resolução CMN nº 3.922, de 2010, as aplicações dos RPPS em fundos de investimento passam a ter que observar também os seguintes requisitos:

- I - o administrador ou o gestor do fundo de investimento seja instituição autorizada a funcionar pelo Banco Central do Brasil obrigada a instituir comitê de auditoria e comitê de riscos, nos termos da regulamentação do Conselho Monetário Nacional;
- II - o administrador do fundo de investimento detenha, no máximo, 50% (cinquenta por cento) dos recursos sob sua administração oriundos de regimes próprios de previdência social;
- III - o gestor e o administrador do fundo de investimento tenham sido objeto de prévio credenciamento, de que trata o inciso VI do §1º do art. 1º, e sejam considerados pelos responsáveis pela gestão de recursos do regime próprio de previdência social como de boa qualidade de gestão e de ambiente de controle de investimento.

A CVM considera que os dispositivos acima, dentre outros, podem representar ferramentas adicionais para enfrentar os problemas de governança, transparência e conflitos de interesse que foram verificados pela sua supervisão em operações envolvendo fundos de investimento que possuem preponderantemente RPPS como cotistas, uma percepção que apenas poderá ser confirmada com o tempo.

Desse modo, considerou-se mais adequado monitorar os efeitos na indústria de fundos de investimento das regras emanadas pelo CMN em novembro último antes de, eventualmente, prosseguir com alterações na plataforma regulatória. Dessa forma, a decisão da CVM é pela exclusão dos arts. 4º a 7º da Minuta.

Dada a solução adotada, parece que a pertinente demanda por esclarecimentos formulada por Mattos Filho perdeu o objeto no âmbito da audiência pública. Entretanto, lembramos que a CVM responde a [consultas do público em geral](#), nos termos do art.13 da Lei nº 6.385, de 1976.

ANBIMA manifesta-se de forma enfática, no sentido de que a qualificação e estrutura de investimento das EFPC fazem com que a regulação da CVM seja materialmente desnecessária. Ademais, argumenta que tal movimento poderia “*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)*”.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

De modo análogo ao manifestado pela ABIPEM, ANBIMA acredita que o melhor caminho seria estimular que RPPS e EFPC participassem de fundos destinados a outros tipos de investidores, haja vista que *“quanto mais diluída for a participação desse tipo de investidor nos veículos, menor será a probabilidade de voltarmos a assistir aos problemas vistos recentemente”*.

ACINPREV inicia destacando o grau de profissionalização superior das EFPC em relação aos RPPS e a participação relativa de cada veículo de previdência: somados o mercado de RPPS e EFPC totalizam aproximadamente R\$ 3 trilhões, sendo os RPPS responsáveis somente por aproximadamente R\$ 190 bilhões (6,3%). Prossegue salientando que em maio do ano corrente foi alterada a regulamentação que trata da alocação de carteira de ativos dos EFPC, nos termos da Resolução CMN nº. 4.661, estando as EFPC em fase de adequação de seus portfólios.

Observado o acima exposto, ACINPREV entende que não existiria prejuízo na adoção de medidas visando a maximização da governança nos fundos de investimento que tenham EFPC como investidores, desde que não ocorra um ineficiente nivelamento com os RPPS.

B3 entende que a proposta de debater limites para fundos de investimento de aplicação de EFPC 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”*.

Marco Faraco, por seu turno, é assertivo na defesa do nivelamento: *“as regras da nova instrução deveriam, obrigatoriamente, serem estendidas às EFPC”*. Defende a ideia com base no argumento de que *“os diversos problemas de governança, transparência e conflitos de interesse em operações envolvendo fundos de investimento (...) também ocorrem, até com mais frequência, nas EFPC”*.

Negrão Ferrari considera que o nivelamento não estaria alinhado com a atual regulamentação aplicável às EFPC, em especial a Resolução CMN nº 4.661, de 2018, de modo que sugere à CVM continuar com os estudos relacionados antes de eventualmente se decidir por impor restrições, dado que sem uma análise adequada não seria possível mensurar o impacto que as restrições causariam às EFPC.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

De modo similar à ACINPREV, Sparta ressalta as muitas diferenças, formais e materiais, entre as EFPC e os RPPS. Assim, embora reconheça mérito em uma maior preocupação da CVM no tocante aos investimentos dos RPPS no mercado de capitais, não enxerga necessidade de proteção adicional para as EFPC, conforme sugerido no Edital.

Dentre os seis participantes que responderam à consulta da CVM, cinco se manifestaram contra a ideia e apenas um apresentou argumentos para defendê-la, indicando que a CVM deve dar atenção à sugestão de aprofundar seus estudos antes de (eventualmente) decidir alterar a regulação no tocante à matéria em tela.

Conforme explicado no *Box* anterior, a CVM monitorará os efeitos na indústria de fundos de investimento das regras emanadas pelo CMN em novembro último, antes de eventualmente prosseguir com alterações na regulação que acabem por impactar os RPPS, de modo que ao menos por hora não há mais que se falar em extensão de restrições às EPFC.

Nesse sentido, e por fim, destaque-se que no âmbito do Grupo de Trabalho do Mercado de Capitais capitaneado pelo Ministério da Economia, conhecido como GTMK, e do Convênio celebrado entre a CVM e a PREVIC já ocorrem debates no sentido de aproximar as regras aplicáveis à gestão dos recursos das EFPC às práticas previstas na Instrução CVM nº 558, de 2015, o que de algum modo já endereçaria uma solução para as questões que se encontram na origem do questionamento formulado pela CVM.

3. Proposta definitiva de Instrução

A proposta definitiva de Instrução, incorporando as sugestões acatadas, segue em anexo ao presente relatório.

Rio de Janeiro, 25 de janeiro de 2019

(original assinado por)

ANTONIO CARLOS BERWANGER

Superintendente de Desenvolvimento de Mercado