

São Paulo, 22 de agosto de 2018.

À  
Comissão de Valores Mobiliários – CVM  
Superintendência de Desenvolvimento de Mercado – SDM  
(via e-mail)

Ref.: Audiência Pública SDM 03/2018

Prezados,

A Sparta Administradora de Recursos Ltda., inscrita no CNPJ sob o nº 72.745.714/0001-30, registrada na CVM como administradora de carteiras de valores mobiliários na categoria Gestor de Recursos (“Sparta”), vem, por meio deste, se manifestar acerca do item 2.1 do Edital da Audiência Pública SDM 03/2018 (“Edital”), que fala sobre *Limitação de aplicação de fundos de investimento em ofertas sem registro*. Embora a Sparta não seja gestora de fundos que tenham cotistas classificados como Regime Próprio de Previdência Social (“RPPS”), a Sparta é gestora de fundos que compram ativos de renda fixa de crédito privado e que tem cotistas classificados como Entidade Fechada de Previdência Complementar (“EFPC”).

O Edital é claro ao assegurar o direito de manifestação do mercado, no trecho que diz *“(a)lém dos RPPS, 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.”*

A Resolução CMN nº 4.604 deixou evidente a preocupação em evitar os problemas frequentes que a CVM apresentou na introdução do Edital, tanto limitando o percentual máximo que um RPPS pode ter de um fundo de investimento, assim como o percentual máximo que o conjunto de cotistas RPPS podem ter de um fundo de investimento (Art. 14 da Resolução CMN nº 3.922), e inclusive do total de recursos sob gestão (Art. 14-A da Resolução CMN nº 3.922). Entendemos que são imposições como essas que melhoram o aspecto de governança.

Ainda, a CVM também apresentou no Edital a intenção de *“estimular que os RPPS invistam em fundos ofertados ao mercado em geral e objeto de análise por parte de outros investidores”*, o que também é louvável e nos parece fazer sentido à luz das motivações apresentadas.

Nosso entendimento é que esse objetivo pode ser atingido se existirem regras que tragam a devida segurança para que todos os gestores, administradores fiduciários e distribuidores sérios tenham interesse em buscar cotistas RPPS com o objetivo de diversificar a composição do passivo (em até 15%) de fundos que já são objeto de análise e “aprovados” por outros investidores.

Dessa maneira, nossas preocupações, apresentadas abaixo, têm como objetivo trazer ponderações que julgamos relevantes para criar segurança ou até mesmo evitar a criação de inseguranças.

São elas:

1. Como a Resolução CMN nº 4.604 já limitou que nenhum fundo que possa receber aplicações de cotistas RPPS tenha uma parcela de mais que 15% do seu passivo composto por esse tipo de investidor, entendemos que seria importante para dar segurança aos investidores de maneira geral que a CVM formalizasse a edição de um novo artigo na Instrução CVM nº 555 com a possibilidade explícita do administrador fiduciário recusar novas aplicações de cotistas RPPS que levariam a uma concentração do passivo maior que 15% em cotistas RPPS, ou que no caso de fundos já desenquadrados, que tais aplicações fossem resultar em aumento desse desenquadramento.
2. Como complemento ao item acima, a CVM também poderia considerar a possibilidade de formalizar na Instrução CVM nº 555 um novo artigo com a proibição de eventos (incorporações e cisões, por exemplo) em fundos que resultem em desenquadramentos ou que aumentem situações de desenquadramento em relação aos 15% de concentração do passivo em cotistas RPPS.
3. Em relação à proposta para o Art. 6º, ao colocar os termos “*direta ou indiretamente*”, cria-se uma dificuldade operacional: é relativamente simples para o gestor e/ou administrador fiduciário do fundo alvo avaliar o passivo direto desse fundo quanto ao tipo de investidor, mas muito complexo, se não impossível, avaliar o passivo indireto de um fundo investidor quanto ao tipo de investidor se este não for gerido/administrado pelo mesmo gestor e/ou administrador fiduciário. Nesse sentido, talvez seja o caso de se considerar como “indireto” apenas o caso do gestor e/ou administrador fiduciário serem os mesmos, tanto no caso do fundo alvo, como no caso do fundo investidor. Isso porque, se forem profissionais diferentes, há de se considerar que tanto o gestor e/ou administrador fiduciário tem registro na CVM e têm como parte de suas obrigações o dever de diligência antes de investir os recursos do fundo investidor. Nosso entendimento é que seria importante que a CVM se manifestasse sobre a forma adequada de fazer essa avaliação do passivo indireto.

*Nota: Seria uma discussão parecida com a da taxa de administração máxima de um fundo para investidores em geral regulado pela Instrução CVM nº 555: segundo o Art. 85, § 6º, para efeitos de cômputo da taxa de administração “efetiva”, não são consideradas eventuais aplicações em fundos de índice e fundos geridos por partes não relacionadas ao gestor do fundo investidor.*

4. Se existe a intenção de limitar fundos em pleno funcionamento para realizar determinadas operações por conta da existência de determinados cotistas, como na proposta para o Art. 6º, há de se considerar o ônus que os demais cotistas deste fundo teriam simplesmente por estarem investindo num fundo que também permite cotistas RPPS. Hoje a regulação define limites diferentes para um fundo em função de seu público alvo (investidor em geral, qualificado ou profissional), mas não existe precedente para limitar determinadas operações do fundo se o passivo deste atingir determinada composição. Em nossa opinião, esse tipo de regra gera insegurança.

Na prática, entendemos que considerar o nível do conjunto de cotistas RPPS para determinar se o fundo pode ou não fazer determinadas operações, levaria os gestores/administradores fiduciários a criar regras para não permitir nenhum investimento de cotistas RPPS, de forma a não criar a insegurança para os demais investidores em relação ao fato de ser ou não possível que o gestor faça essas operações. Assim, nos parece que se o objetivo é que os cotistas RPPS passem a investir em fundos que também são objeto de análise do mercado e por outros tipos de investidores, a proposta tal como foi apresentada corre o risco de gerar o efeito oposto ao desejado.

5. Ainda, como atualmente a Resolução CMN nº 4.604 já está em vigor e limita que a parcela de cotistas RPPS em um fundo passe de 15%, entendemos que o dispositivo proposto no Art. 6º tem como alvo os fundos que já estão desenquadrados ou que com o tempo passem a ter uma concentração excessiva de cotistas RPPS por evasão dos demais tipos de cotistas.

Se ainda assim existir a intenção de criar este tipo de limitação, então sugerimos que seja utilizado um percentual bastante elevado, tal como 95% ou 100%, e com um mecanismo de implementação bem claro, como forma de mitigar a questão da insegurança para os demais investidores.

Como exemplo de mecanismo, poderia ser definido que ao atingir tal condição, o fundo deve emitir um fato relevante comunicando os cotistas e definindo que as restrições propostas passem a ser efetivas em um determinado prazo (180 dias, por exemplo), permitindo que os investidores desses fundos possam tomar a decisão de resgatar seus recursos, caso entendam pertinente, antes da implementação da mudança através de atualização do regulamento por ato do administrador e independente de assembleia.

6. A Sparta tem experiência na gestão de ativos de renda fixa emitidos por companhias abertas. A maior parte dos ativos de emissores corporativos que são companhias abertas atualmente são distribuídos com base na Instrução CVM nº 476. Essas operações são fundamentais para estratégias de crédito privado adequadamente diversificadas, dado as pouquíssimas emissões corporativas distribuídas com base na Instrução CVM nº 400 ou de companhias abertas habilitadas nos programas de distribuição. Logo, ao inserir as restrições propostas no Art. 6º, na prática, o regulador estaria inviabilizando as estratégias de crédito privado de emissores corporativos para os cotistas RPPS. Nossa percepção é de que o objetivo da CVM visa evitar a alocação em ativos “questionáveis”, e não proibir o investimento em bons ativos de crédito.

Assim, dado que a Resolução CMN nº 4.604 já trouxe restrições que estão em vigor e cria inúmeras dificuldades para constituir um novo fundo preponderantemente com cotistas RPPS, para efetivamente fazer um “filtro” no “estoque” de fundos que estão “desenquadrados” em relação à concentração de 15% de cotistas RPPS no passivo, o Art. 6º poderia definir uma “data de corte” e aplicar a proibição das operações com ativos sem registro apenas para os fundos que se enquadrem nesse conceito nesta determinada “data de corte” conhecida e única, e não como uma regra que pode afetar os fundos a qualquer momento no futuro. Tal sugestão talvez possa ir de encontro com o objetivo da CVM, e, ao mesmo tempo, não criar insegurança.

7. É possível que alguns conceitos apresentados acima possam fazer sentido para os Art. 4º, 5º e 7º da proposta.

Adicionalmente, gostaríamos de apresentar nossas considerações sobre a aplicação de medidas semelhantes às EFPC, que, ao nosso ver, são desnecessárias. Explicamos, com base em alguns fatos:

Estruturalmente, existem alguns aspectos dignos de nota ao comparar RPPS e EFPC. Em número, são mais de 2.000 contra cerca de 300, respectivamente, segundo dados do site da Previc. O valor total de ativos dos EFPC é algumas vezes maior que o dos RPPS. Consequentemente, os valores médios por entidade/regime são bem diferentes, sendo muito maiores nas EFPC. Segundo dados de 2016 do site da Previc, pouco mais de 10% dos RPPS tinham mais de R\$ 100 milhões em ativos totais. Segundo dados da Abrapp de março/2018, pouco mais de 10% das EFPC tinham menos de R\$ 100 milhões em ativos totais. São realidades distintas.

Com um volume de investimentos maior, os custos para montar uma estrutura adequada para gestão dos investimentos e boa governança são relativamente menores. Outro aspecto relevante é que normalmente as EFPC ficam junto das sedes das patrocinadoras, com eventual apoio/supervisão das mesmas, e, em geral, em grandes cidades, onde a oferta de profissionais de investimentos especializados tende a ser maior. Também é notório que pela sua própria natureza, os RPPS estão bastante sujeitos à interferência política. Embora isso também possa acontecer na parcela das EFPC patrocinadas por empresas estatais, outra parte relevante das EFPC não é patrocinada por empresas estatais.

Ante o exposto, e corroborado pelas evidências que levaram a CVM a esta audiência pública, nos parece justificável uma maior preocupação e proteção dos reguladores sobre os recursos dos RPPS, ainda que existam RPPS com volumes de recursos relevantes e/ou que tem estruturas de governança adequadas. Por outro lado, não vemos necessidade de proteção adicional para as EFPC da natureza proposta neste Edital.

Na nossa experiência com EFPC, o que vemos com frequência são bons profissionais e boa governança. Diversas restrições trazidas pela Resolução CMN nº 4.604 fazem parte do básico em boa parte das EFPC. Além disso, por geralmente ter volumes mais expressivos de recursos e estruturas mais sofisticadas, criar muitas limitações para as EFPC poderiam trazer mais impactos negativos do que positivos para os participantes dessas entidades.

Além disso, recentemente houve uma substituição da Resolução CMN nº 3.792 pela Resolução CMN nº 4.661, que disciplina as EFPC. Enquanto na Resolução CMN nº 4.604 vimos de maneira geral uma redução na liberdade para os investimentos dos RPPS, na Resolução CMN nº 4.661 vimos de maneira geral inovações, flexibilização para investimento mais sofisticados, ampliações de limites e alguns ajustes pontuais nas regras para as EFPC. Entendemos que isso reflete diferenças relevantes no nível de governança médio entre esses tipos de investidores.

Com relação às mídias negativas sobre EFPC, entendemos que se referem a uma menor parte do conjunto das EFPC, pontuais, e que estão longe de refletirem o todo.

Esperamos que nossas considerações possam contribuir com os objetivos do Edital e da CVM.

Atenciosamente,

*Original assinado por:*

Ulisses Duarte Nehmi  
Diretor de Risco e Compliance