

OF. DIR. 020/2019

São Paulo, 13 de setembro de 2019.

Ao senhor
Marcelo Barbosa
Presidente da Comissão de Valores Mobiliários (CVM)

Ao senhor
Antonio Carlos Berwanger
Superintendente de Desenvolvimento de Mercado da Comissão de Valores Mobiliários (CVM)

Assunto: resposta ao Edital de Audiência Pública SDM 04/19

Prezados senhores,

Primeiramente, gostaríamos de congratular a CVM por mais esta iniciativa de colocar em audiência pública a minuta de instrução que dispõe sobre as ofertas públicas de distribuição de COE (Certificado de Operações Estruturadas) e dos títulos de crédito LF (Letra Financeira) e LIG (Letra Imobiliária Garantida) realizadas com dispensa de registro.

Constituímos um grupo de trabalho (“grupo” ou simplesmente “GT”) interdisciplinar para analisar a referida minuta, com a participação de representantes de tesourarias, corretoras e distribuidoras e do mercado de capitais, representando, respectivamente, os fóruns de Negociação e de Estruturação de Mercado de Capitais da ANBIMA, bem como com a Abecip, que se reuniram no intuito de contribuir para o aperfeiçoamento da regulamentação sobre a oferta pública de LIG e LF.

Como resultado de tais discussões, a ANBIMA serve-se do presente documento para apresentar alguns comentários e sugestões, dispostos a seguir.

1) Enquadramento de LIG e LF como valores mobiliários

Inicialmente, o GT gostaria de pedir esclarecimentos à CVM quanto à sua interpretação sobre o alcance das disposições dos arts. 2º, inciso IX, da Lei 6.385/76; 93 da Lei 13.097/15; e 39 da Lei 12.249/10. Tais dispositivos tratam da LIG e da LF, legalmente títulos de crédito, com regras

estabelecidas pelo CMN (Conselho Monetário Nacional) e Banco Central do Brasil (BC), mas cuja distribuição pública está sujeita ao regime de regulação e supervisão da CVM.

Em especial, faz-se necessário esclarecer quais são as situações em que a CVM entende que as disposições das instruções CVM 541, 542, 543 e 583 são aplicáveis a tais produtos, inclusive quando ofertados publicamente, e em particular no caso da LIG, cuja regulamentação é mais recente.

Por fim, especificamente quanto à não aplicabilidade da ICVM 583, solicitamos que a CVM considere também em sua avaliação o disposto no item 7 a seguir.

2) Contratação de intermediários integrantes do sistema de distribuição

Sugerimos alterar-se a redação do art. 2º, § 2º, da minuta de instrução, a fim de que seja feita referência às resoluções do CMN, com o intuito de harmonizar as disposições das resoluções CMN nº 4.733, 4.598 e 4.263 com as disposições de tal parágrafo da minuta de instrução, no que tange à definição sobre quais instituições financeiras podem emitir, respectivamente, LF, LIG e COE.

Desta forma, segue a proposta de redação para o art. 2º, § 2º:

§ 2º Ficam dispensadas da exigência da contratação de intermediários integrantes do sistema de distribuição de valores mobiliários, desde que atendido o disposto nesta Instrução as instituições autorizadas a emitir COE (exceto o Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social – BNDES), LF e LIG, conforme a respectiva regulamentação do CMN, relativamente a COE, LF e LIG de sua própria emissão.

3) Termo de adesão e ciência de risco

Sobre os avisos que devem ser assegurados por meio do fornecimento do termo de adesão e do termo de ciência de risco, de que trata o art. 3º, foi observado que a esse respeito a LF e a LIG têm características distintas do COE. Este pode ser estruturado de diversas maneiras, atrelado a uma gama diversa de ativos subjacentes, que expõe o investidor também a riscos diversos. Portanto, é essencial ao investidor atestar a cada aquisição que teve acesso ao documento de informações essenciais, pois este detalha a estrutura específica do COE a ser adquirido.

A LF, conforme previsto na Resolução nº 4.733, é menos flexível quanto a sua estruturação em comparação ao COE. A LIG, por sua vez, além de menor flexibilidade em comparação ao COE,

deve contar com o termo de emissão da LIG, conforme previsto no art. 11 da Resolução CMN nº 4.598.

Assim, relativamente à coleta de termo de adesão e ciência de risco prevista no art. 3º, inciso II, da minuta de instrução, sugerimos que, no caso das LFs, seja feita de forma consolidada para diferentes aplicações realizadas pelo mesmo investidor nesse tipo de ativo, mantida a previsão de coleta de termo de adesão a cada aplicação apenas para as LFs subordinadas. A fim de garantir o acesso pleno às informações, o termo deve listar todos os possíveis indexadores. Já no caso da LIG, sugerimos a coleta do termo de adesão e ciência de risco por programa de emissão.

4) Risco de crédito do emissor para LIG

Sugerimos incluir-se disposição na minuta de instrução, art. 8º, inciso III, com o intuito de esclarecer que o investidor está sujeito ao risco de crédito do emissor, conforme as características de cada produto, uma vez que o caput do art. 8º, bem como seus incisos, tratam coletivamente de COE, LF e LIG.

Tal sugestão faz-se necessária pois a LIG conta com a constituição de patrimônio de afetação sobre a carteira de ativos, e o agente fiduciário, no caso de intervenção, liquidação extrajudicial ou falência da instituição emissora, ou de reconhecimento do seu estado de insolvência pelo BC, passa a exercer a administração da carteira de ativos, o que funciona como mitigador do risco de crédito da instituição emissora. A preocupação quanto a essa condição específica da LIG relativamente ao risco de emissor é inclusive discutida, conforme solicitação da CVM, no item 12 deste documento.

Dessa forma, e tendo em vista tal especificidade, sugerimos a seguinte redação para o inciso III do art. 8º:

*III – Usar linguagem serena e moderada, advertindo para os riscos do investimento, inclusive que o recebimento dos montantes devidos ao investidor está sujeito ao risco de crédito do emissor, **de acordo com a característica do produto.***

5) Veracidade, consistência, qualidade e suficiência das informações

Considerando que o art. 8º está inserido no capítulo referente a material publicitário, sugerimos a realocação de seu parágrafo único para o art. 5º, também como parágrafo único, uma vez que a instituição emissora, via DIE (Documento de Informações Essenciais), é a

responsável pela veracidade, consistência, qualidade e suficiência das informações fornecidas para fins da realização da oferta pública com dispensa de registro.

Tal sugestão encontra-se também suportada pelo fato de que o material publicitário é produzido e apresentado ao investidor, via de regra, pelo distribuidor, que pode ou não ser o emissor.

Esta segregação de responsabilidades é inclusive estabelecida no Código ANBIMA de Regulação e Melhores Práticas para Distribuição de Produtos de Investimento, conforme art. 28, § 1º, o qual transcrevemos abaixo:

§ 1º. Todo Material Publicitário e Material Técnico é de responsabilidade de quem o divulga, inclusive no que se refere à conformidade com as regras previstas neste Código e na Regulação vigente.

Logo, parece-nos adequado propor como parágrafo único para o art. 5º a seguinte redação:

Parágrafo único. A instituição emissora é a responsável pela veracidade, consistência, qualidade e suficiência das informações fornecidas para fins da realização de oferta pública com dispensa de registro realizada nos termos desta Instrução.

6) Manutenção de documentação e informações

Quanto ao prazo de manutenção de documentação e informações, o art. 13 estabelece que “o emissor do COE e as instituições intermediárias devem manter, pelo prazo mínimo de 5 (cinco) anos, contados a partir da data de vencimento do certificado, ou por prazo superior por determinação expressa da CVM, todos os documentos e informações exigidos por esta Instrução”.

A esse respeito, seria importante esclarecer em quais circunstâncias poderia ocorrer uma determinação expressa da CVM e por qual meio essa determinação seria comunicada às instituições, no intuito de garantir que o mercado esteja devidamente apto a atender às exigências da CVM quanto à extensão do prazo para a manutenção de todos os documentos e informações.

7) Agente fiduciário da LIG

Gostaríamos de solicitar o esclarecimento por parte da CVM sobre o seu entendimento a respeito do papel do agente fiduciário da LIG, tendo em vista que a Resolução CMN nº 4.598,

em seu capítulo IX, estabelece os requisitos para atuação de tal agente fiduciário, porém tais requisitos são distintos daqueles presentes na seção II, da ICVM 583, que dispõe sobre o exercício da função de agente fiduciário, o qual seja nomeado para exercer essa função em relação a valores mobiliários distribuídos publicamente, ou admitidos à negociação em mercado organizado, bem como aos agentes que sejam contratados, nos termos da regulamentação específica, para exercer a função de agente fiduciário em ofertas públicas de distribuição de notas promissórias com prazo de vencimento superior a 360 dias.

Caso o entendimento da CVM se faça no sentido de que o papel do agente fiduciário da LIG é distinto daquele previsto na ICVM 583, sugerimos a inclusão de um novo artigo, no capítulo VI – disposições finais da minuta de instrução, com a seguinte redação:

Art. [o]. Aplicam-se ao agente fiduciário de LIG exclusivamente as regras que dispõem acerca do exercício da função de agente fiduciário das Letras Imobiliárias Garantidas, estabelecidos na Resolução nº 4.598, de 29 de agosto de 2017, do Conselho Monetário Nacional.

8) DIE de LF

I. Critérios para troca

Sugerimos a inclusão de disposição no inciso VI, do anexo 7-B, da minuta de instrução, uma vez que este determina que os critérios para troca devem constar no DIE-LF. Porém, a troca só é permitida após 12 meses da emissão da letra, conforme previsto no art. 5º, § 2º, inciso II, da Resolução CMN nº 4.733. Ademais, a troca pode resultar de uma negociação entre partes, não sendo, portanto, um ato unilateral por parte do emissor. Nessas circunstâncias, os critérios da troca não são conhecidos no momento da emissão, e não poderiam, assim, ser explicitados no DIE.

Tendo em vista o acima disposto, sugerimos a seguinte redação para o inciso VI, do anexo 7-B:

Critérios para a troca prevista no inciso V deste anexo, se já definidos no momento da realização da oferta.

II. Cláusula de suspensão do pagamento

Sugerimos alteração na redação do inciso XVII, alínea “a”, do anexo 7-B, conforme disposto a seguir. O intuito é de esclarecer que, no evento de suspensão do pagamento da remuneração estipulada para as LFs, emitidas para fins de composição do patrimônio de referência, os montantes suspensos não serão acumulados e pagos posteriormente. Entendemos que tal

esclarecimento é importante para tornar claro ao investidor o funcionamento da suspensão nesse contexto. Segue a sugestão de redação:

XVII – (a) Cláusula de suspensão do pagamento da remuneração estipulada, quando houver, explicitando que eventuais montantes suspensos não serão acumulados e pagos posteriormente.

9) DIE de LIG

I. Identificação do agente fiduciário

Sugerimos a alteração da redação do inciso XIV, do anexo 7-C, que estabelece que o DIE-LIG deve conter a identificação do agente fiduciário, indicando suas obrigações, responsabilidades, bem como as hipóteses, as condições e a forma de sua destituição e substituição, além das demais condições de sua atuação.

A Resolução CMN nº 4.598, em seu art. 11, estabelece um regime informacional para a LIG por meio do termo de emissão de LIG. Esse termo prevê a prestação de informações sobre o agente fiduciário, que inclusive conta com informação do valor de sua remuneração, bem como a periodicidade e as condições de pagamento.

Tendo em vista o acima disposto, sugerimos que o inciso XIV trate somente da identificação do agente fiduciário, fazendo referência inclusive ao termo de emissão de LIG, conforme sugestão abaixo:

*XIV – Identificação do agente fiduciário de que trata o Capítulo IX da Resolução nº 4.598, de 29 de agosto de 2017, do Conselho Monetário Nacional, indicando **que** suas obrigações e responsabilidades, bem como as hipóteses, condições e forma de sua destituição ou substituição e as demais condições de sua atuação **estão disponíveis no Termo de Emissão de LIG.***

II. Aviso sobre condições de liquidez

Sugerimos a unificação dos incisos XII e XXII do anexo 7-C, os quais abordam aspectos atinentes à liquidez da LIG, com o intuito de trazer maior clareza às exigências informacionais do DIE. Desta forma, sugerimos a seguinte redação para um novo inciso ao anexo 7-C:

[o] Aviso sobre as condições de liquidez do investimento, em especial as condições de resgate antecipado e de recompra da LIG, incluindo informações sobre a admissão à negociação da LIG em mercado secundário e sobre o formador de mercado, se houver.

10) Documento de informações essenciais – aspectos comuns aos anexos 7-A, 7-B e 7-C:

I. Local de pagamento

O inciso XII, do anexo 7-B, e o inciso XI, do anexo 7-C da minuta de instrução estabelecem que os DIEs de LF e LIG, respectivamente, devem informar a forma, a periodicidade e o local de pagamento de rendimentos e do principal. A menção ao local de pagamento gerou dúvidas quanto à expectativa da informação a ser prestada (i.e. município de pagamento) e, por isso, gostaríamos de solicitar esclarecimentos da CVM quanto a essa questão. De toda forma, sugerimos a remoção desse detalhamento na redação dos incisos, conforme a seguir:

A forma ~~e~~, a periodicidade ~~e o local~~ de pagamento de rendimentos e do principal.

II. Lista de atos normativos do CMN

O inciso XXII do anexo 7-A, o inciso XXI do anexo 7-B e o inciso XXVII do anexo 7-C da minuta de instrução estabelecem que os documentos de informações essenciais de COE, LF e LIG, respectivamente, devem conter lista dos atos normativos do CMN e do BC, que dispõem sobre os instrumentos financeiros, assim como o endereço da página do BC onde podem ser obtidos.

Apesar da importância destas, o alto volume de informações prestadas nos documentos de informações essenciais poderia confundir o investidor. Desta forma, no que diz respeito ao inciso XXII do anexo 7-A, ao inciso XXI do anexo 7-B e ao inciso XXVII do anexo 7-C, sugerimos a exclusão do dispositivo.

III. Disponibilização de balancetes e balanços patrimoniais

O inciso XXI do anexo 7-A e o inciso XX do anexo 7-B da minuta de instrução estabelecem que os DIEs de COE e LF, respectivamente, devem conter informação sobre o endereço da página do BC, onde podem ser obtidos os balancetes e balanços patrimoniais da instituição emissora.

No intuito de facilitar o acesso à informação por parte do investidor, sugerimos flexibilizar o endereço de acesso à informação, podendo também ser realizado tal acesso pelo site da instituição financeira.

Dessa forma, sugerimos a seguinte redação para o inciso XXI, do anexo 7-A, e para o inciso XX do anexo 7-B:

Informação sobre o endereço da página do Banco Central do Brasil, ou da instituição emissora, onde podem ser obtidos os balancetes e balanços patrimoniais da instituição emissora.

11) LFs autorizadas a compor o patrimônio de referência conversíveis em ações da instituição emitente

Apesar da complexidade do assunto, principalmente no que envolve a necessidade de se detalhar as condições de conversão em ações, entendemos ser adequado o uso do regime de oferta pública com dispensa de registro, conforme sugerido nesta minuta de instrução.

O GT apresenta este entendimento pelos seguintes motivos:

I. Conforme art. 3º, inciso I, da Resolução CMN nº 4.733, esse tipo de LF deve ser emitido com valor nominal unitário igual ou superior a R\$ 300.000,00, resultando em maior seletividade do público-alvo para essas letras.

II. O uso desse regime de oferta garante ao investidor acesso a todas as informações previstas no anexo 7-B da minuta de instrução, inclusive informações específicas sobre a cláusula de conversão de direito do crédito em ações elegíveis ao capital principal da instituição emissora (inciso XVII do anexo 7-B). Não havendo a possibilidade de uso desse regime, poderia ser realizada uma oferta privada, que não contaria com o mesmo nível de transparência aos investidores.

12) Regime especial de amortização da LIG

Em relação “... a melhor maneira de garantir que seja transmitido aos potenciais investidores de LIG, antes da sua decisão de investimento, o fato de que, na hipótese de insolvência da instituição financeira emissora, e que não ocorra o pagamento de principal da LIG no seu vencimento contratado, a LIG poderá entrar em Regime Especial de Amortização, podendo ocorrer o adiamento das datas de vencimento dos pagamentos de principal, desde que a possibilidade esteja prevista no Termo de Emissão, e observadas algumas limitações impostas pela Resolução CMN nº 4.598...”, sugerimos primeiramente que essa informação seja mantida somente no termo de emissão da LIG, visto que:

I. O inciso XV, do anexo 7-C, da minuta de instrução estabelece que o DIE da LIG deve “incluir advertência sobre a importância da leitura do Termo de Emissão da LIG antes de investir e informar o endereço eletrônico utilizado para disponibilizar o termo em página sem restrições de acesso ao público em geral (...)”, portanto essa informação seria replicada.

II. A possibilidade do adiamento das datas de vencimento dos pagamentos de principal da LIG existe porque esta conta com uma garantia adicional, oriunda da imposição do regime de patrimônio de afetação à carteira de ativos. Portanto, o acesso a essa informação não deve induzir o investidor a considerar esse cenário como um risco adicional do produto.

Porém, havendo o entendimento por parte da CVM de que essa informação também deve ser prevista no material especificamente relacionado à oferta pública, sugerimos incluir um texto padrão no termo de adesão e ciência de risco (previsto no art. 3º, inciso II, da minuta de instrução) com os seguintes dizeres:

Na hipótese de insolvência da instituição financeira emissora, poderá ocorrer o adiamento das datas de vencimento dos pagamentos de principal da LIG, conforme previsto no regime especial de amortização. Mais informações sobre o regime especial de amortização podem ser consultadas no termo de emissão da LIG.

Com as observações e sugestões apresentadas, esperamos contribuir para a estruturação de um arcabouço regulatório sólido para a consumação da distribuição de LIG e LF que atendam às necessidades de emissores, intermediários e investidores, especialmente no tocante a sua proteção, assim fazendo com que prevaleçam efeitos benéficos sobre o mercado brasileiro.

13) Aprimoramentos ao DIE de COE

O crescimento da representatividade do COE no mercado financeiro sugere consolidação do produto como uma alternativa de investimento, mas traz também desafios no que se refere ao acesso às informações por parte do investidor.

Em diversas jurisdições a adoção de medidas com vistas a maior transparência tem sido a principal resposta regulatória para a ampliação das alternativas de investimento, especialmente no caso de produtos estruturados. Essas medidas incluem o estabelecimento de padrões para requisitos informacionais mínimos, inclusive contando com subsídios de participantes do mercado, de forma semelhante à iniciativa proposta nessa consulta. É importante notar que essas experiências têm avançado no estabelecimento de um conjunto de informações comuns, claras e objetivas, com o reconhecimento de que a mera proliferação de informações disponíveis pode suscitar arbitragens e não contribuir na direção esperada.

A discussão na ANBIMA a esse respeito teve início previamente à presente consulta, e é um debate ora em curso, pautado pelo entendimento de que reguladores e participantes de mercado podem avançar na promoção de padrões mínimos de transparência, simples e comparáveis, para facilitar a escolha dos investidores. Dessa forma, a ANBIMA congratula a

CVM pela iniciativa de buscar melhorias no regime informacional do COE e gostaria de aprofundar a interlocução a respeito das alternativas mais adequadas nessa direção.

Especificamente a respeito dos itens relacionados abaixo, solicitamos a consideração dos aspectos a seguir detalhados.

I. Histórico de performance real dos COEs emitidos por emissor

O COE, como veículo de investimento, tem, por sua natureza, características distintas por emissão, o que pode acarretar dificuldades, por parte do investidor, em comparar instrumentos de um mesmo emissor que tenham estruturas tão diferentes. Dependendo das informações, elas podem, inclusive, induzir o investidor a erro, uma vez que um histórico de performance real positivo não necessariamente garante um resultado positivo para o COE a ser adquirido.

Porém, entendemos que há valor na informação dos COEs para o público geral. A disponibilização de um repositório de informações onde os investidores possam ter fácil acesso às informações de mercado dos COEs já emitidos pode ser uma medida positiva a desenvolver-se junto às registradoras, por exemplo. O tema está em debate na ANBIMA, e gostaríamos de convidar a CVM para participar dessas discussões.

II. Perda financeira real da eventual devolução do “capital garantido”, considerado o valor do dinheiro no tempo

A devolução do capital investido em COEs emitidos na modalidade “investimento com valor nominal protegido” é uma importante salvaguarda para os investidores desse produto. Porém, ocorrendo esse cenário, o investidor pode incorrer em perda financeira representada pela queda de valor real vinculada ao custo do dinheiro no tempo. A questão é que, no momento da emissão do produto, quando o DIE é confeccionado e apresentado ao investidor, existem diversas variáveis que afetarão a dimensão dessa perda (por exemplo, o retorno que o investidor seria capaz de obter se tivesse aplicado seu recurso em outro produto que não o COE) não sendo, portanto, possível estimar concretamente esse valor, no momento da emissão ou posteriormente.

Entendendo que é importante dar conhecimento ao investidor sobre esse possível cenário, sugerimos a inclusão de um texto padrão no DIE dos COEs emitidos na modalidade “investimento com valor nominal protegido” (previsto no anexo 7-A da sugerida instrução) que contenha minimamente os seguintes dizeres:

Se, na data do vencimento, o resultado apurado corresponder à entrega do capital investido, o investidor receberá o mesmo valor nominal investido, sem correções ou remunerações adicionais.

III. Descrição do perfil dos ativos que compõem o COE, a correlação existente entre eles, bem como a performance histórica teórica no mercado dessa combinação de ativos

O inciso VIII, do anexo 7-A, da minuta de instrução já prevê que no DIE estejam detalhados “os ativos subjacentes utilizados como referenciais e informações sobre os meios de obtenção dos valores dos índices, taxas ou cotações destes por parte dos investidores”. Ademais, está prevista a descrição no inciso X dos “dados completos sobre todos os cenários possíveis de desempenho do COE em resposta às alternativas de comportamento dos ativos subjacentes, incluindo aviso de que tais resultados são válidos no vencimento” e, no inciso XVI, a “indicação e uma breve descrição dos principais fatores de risco”.

Entendemos que, nos casos em que o COE fizer referência a mais de um ativo, a inclusão da correlação existente entre esses ativos pode induzir o investidor a erro, pois diferentes janelas de análise podem apresentar correlações muito diversas, que não necessariamente representam o comportamento futuro dos ativos.

Sugerimos, então, para este item, a inclusão no material publicitário de um descritivo explicando a motivação para a seleção de ativos na estrutura apresentada. Quando a correlação entre os ativos for um fator relevante para essa explicação, ela estará contida no material publicitário.

IV. Valor da remuneração unitária que os intermediários receberão para a distribuição dos títulos

Conforme exposto no Ofício ANBIMA 19/2019, em resposta ao edital de Audiência Pública SDM 03/19, as boas práticas que garantem um ambiente confiável e sólido para a realização de investimentos sempre foram prioridade para a ANBIMA. Sendo assim, a Associação considera que propiciar transparência, em especial nos casos em que existam conflitos de interesse que não possam ser mitigados, algo fundamental para a atuação e o relacionamento das instituições com os investidores.

Nessa direção, a ANBIMA está avaliando formas pelas quais os aderentes ao Código de Distribuição e Código de Negociação podem prover maior transparência aos seus clientes sobre os custos associados a cada operação (antes ou depois da ocorrência dela) e sobre a forma de

remuneração pelos serviços prestados, de acordo com as melhores práticas observadas no mercado local e no exterior.

Sendo assim, em retorno ao questionamento da CVM, sugerimos que a conveniência de se considerar aspectos da remuneração dos intermediários nas ofertas de COE seja discutida no âmbito do debate maior sobre transparência na distribuição a ser promovido pela ANBIMA.

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

Atenciosamente,

ORIGINAL ASSINADO POR:

Pedro Lorenzini
Vice-Presidente da ANBIMA
Presidente do Fórum de Negociação

Patrícia Herculano
Superintendente da Representação
Institucional da ANBIMA