

São Paulo, 15 de abril de 2021.

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

Ref.: Audiência Pública SDM 08/2020

Prezados senhores,

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 desta, se manifestar acerca do edital da Audiência Pública SDM 08/2020 (“Audiência Pública”).

A Sparta é uma gestora independente, com mais de 95% dos recursos sob gestão em fundos de renda fixa e/ou de direitos creditórios, e que investem significativamente em ativos de crédito privado.

Parabenizamos a CVM pelos grandes avanços trazidos nesta Audiência Pública no arcabouço regulatórios para os FIF e FIDC, incorporando inovações da Lei da Liberdade Econômica, uniformizando conceitos básicos que servirão de base para diferentes tipos de fundos e trazendo outras inovações para essa importante indústria.

Com base na nossa experiência, temos algumas considerações sobre a proposta de regulamentação, agrupadas por tema.

1. Alavancagem

O tema não é simples. Vamos dividir as considerações em duas partes.

A primeira parte é objetiva: em relação à proposta já contemplada na Audiência Pública na Seção VIII do Anexo Normativo I. Se considerar o limite para o modelo de margem e cobertura da proposta de regulamentação, o patamar de 10% para investidores em geral parece muito restritivo. Ainda, destacamos que a menos que venha acompanhado de maior clareza do que deve ser considerado margem e cobertura, traria um problema significativo para fundos que fazem short de ações ou fundos listados, já que a B3 exige entre 10% e 30% extras, além de 100% do valor original, como margem. Potencialmente um fundo cambial também teria problemas em montar uma exposição de 100% do patrimônio líquido com futuros de câmbio, tendo em vista que exigiria uma margem que pode passar desse limite de 10%.

Assim, entendemos como mais apropriado o número de 33% do patrimônio líquido no caso de investidores em geral, e o dobro (ou 67%) para investidores qualificados. O racional para o primeiro número está na segunda parte, abaixo.

Esta segunda parte traz considerações conceituais e uma nova proposta de metodologia.

Rua Fidêncio de Ramos, 213, Conjunto 61 — Vila Olímpia, São Paulo, SP — 04551-010
+55 11 5054-4700

www.sparta.com.br

As formas de alavancagem variam de mercado para mercado. É possível comprar opções e obter alavancagem com perdas limitadas (ainda que possam ser significativas). É possível vender opções cobertas, que geram margem, mas não um risco de capital significativo (muitas posições alavancadas podem gerar um risco de liquidez maior que o risco de capital). É possível fazer uma operação de troca de indexador, que chama margem, mas em tese não traz um risco de capital significativo. É possível montar uma posição com futuros de câmbio num fundo cambial que buscar apenas replicar o benchmark, mas chama margem. É possível montar posições de futuros no Brasil e no exterior com o mesmo ativo objeto, gerando margem nas duas jurisdições, mas sem um risco de capital significativo. É possível alavancar com uma operação compromissada “reversa”. É possível ter alavancagem num FIDC para cotas subordinadas através da captação de cotas sênior e mezanino. Concluindo: a forma adequada de medir a alavancagem depende da estratégia, e dificilmente um único critério abrangerá todos os casos de forma assertiva.

Assim, em linha com o espírito liberal desta Audiência Pública, sugerimos dar liberdade para que o regulamento do fundo defina a abordagem adequada para avaliar e restringir alavancagem, em linha com a política de investimentos pretendida. Trazemos alguns critérios abaixo que são conceitualmente simples e bem estabelecidos, sem muita margem para interpretações equivocadas. O regulamento deve escolher pelo menos um critério, e trazer um limite menor ou igual ao valor máximo permitido para fundos destinados a investidores em geral.

- a) Critério: exposição líquida em derivativos
Definição: soma do valor absoluto da exposição líquida de derivativos em cada fator de risco, dividido pelo patrimônio líquido
Valor máximo: até 3 vezes o patrimônio líquido
- b) Critério: exposição líquida total
Definição: soma do valor absoluto da exposição líquida, incluindo ativos e derivativos, em cada fator de risco, dividido pelo patrimônio líquido
Valor máximo: até 3 vezes o patrimônio líquido
- c) Critério: margem
Definição: soma do valor de margem requerida total, dividido pelo patrimônio líquido
Valor máximo: até 33% do patrimônio líquido
- d) Critério: VaR
Definição: perda potencial diária com um nível de confiança de 95%, em relação ao patrimônio líquido
Valor máximo: até 15% do patrimônio líquido

Observações:

- i. O caso (c) é similar ao apresentado na proposta da Audiência Pública, com a vantagem que pode usar uma definição mais ampla do conceito de margem e cobertura, sem precisar se preocupar com estratégias específicas, como no caso de long/short, troca de indexador, etc, pois provavelmente nesses casos teriam outros critérios mais adequados que podem ser adotados
- ii. Nos casos (a) e (b), os derivativos devem ser considerados pela exposição de valor de mercado (delta) equivalente

- iii. No caso (d), é necessário que o regulamento também defina a classe de modelo de VaR (paramétrico, não-paramétrico ou Monte Carlo), em linha com a informação que já aparece nos itens 5 e 6 do Perfil Mensal (Suplemento E)
- iv. Em todos os casos, devem ser consolidadas posições em fundos investidos geridos pelo mesmo gestor, ou que o gestor tenha influência significativa. Também é possível que o número seja fornecido pelo gestor ao administrador, e que esse faça apenas fiscalização para avaliar que os processos e cálculos são razoáveis
- v. Por fim, a lâmina poderia trazer um item específico sobre esse tema, com uma tabela contemplando os critérios possíveis, qual critério tem um limite e para os critérios que tiverem um limite, qual o valor da métrica atualizado. Isso daria transparência sobre um tema que é fundamental
- vi. Nos fundos para investidores qualificados, o limite seria o dobro

Para chegar aos valores máximos sugeridos acima, partimos de evidências empíricas. É muito improvável que o público em geral, se questionado, admita que “está tudo bem” alavancar mais que 3 vezes o patrimônio, nos casos (a) e (b). Não por acaso, mesmo em mercados desenvolvidos, por vezes observam-se ETF “alavancados” em até 3 vezes, mas não temos conhecimento de mais que isso.

Já quando consideramos a margem, o futuro de Ibovespa pode ser um caso ilustrativo. Historicamente sua margem oscila entre 15% e 20% do seu valor. Assim, considerando um fundo com duas vezes o patrimônio em alavancagem via futuros, a margem seria de algo entre 30 e 40%. O número de 33% seria 1/3 do patrimônio, que está dentro deste intervalo. Um potencial incremento relacionado seria permitir (ou obrigar) que o regulamento defina o valor mínimo e máximo em prêmios líquidos de opções, em relação ao patrimônio líquido.

Para o VaR, basta tomar a própria definição: um VaR com horizonte de um dia e 95% de confiança implica, num teste de aderência, não observar um evento de perda de pelo menos o valor do VaR a cada 20 dias úteis. E 15% já nos parece um número elevado, em absoluto. Novamente, dificilmente um investidor com acesso a essa definição aceitaria um número maior que esse.

Por fim, vale lembrar que, tendo em mente o comentário da CVM no item 5.2 do edital, tudo que foi sugerido acima provavelmente não traria restrições relevantes para os fundos existentes destinados ao público em geral, mas jogaria luz num tema absolutamente importante e que é comumente relevado pelos investidores. Os investidores teriam em mãos informações reais sobre risco, ao invés de se apoiar no cálculo da volatilidade histórico como indicador de risco futuro, como é comumente feito hoje.

Por se tratar de uma sugestão conceitual, não temos uma proposta de redação.

2. Taxa de performance para FI-Infra

A ICVM 555 já traz um arcabouço robusto e maduro para a utilização de taxa de performance em fundos de investimento, notadamente para os fundos destinados a investidores em geral. Em especial, a norma traz restrições para a taxa de performance em alguns fundos classificados como “Renda Fixa”. De fato, faria pouco sentido a existência de taxa de performance em fundos de baixíssimo risco e alta liquidez, como “Curto Prazo”, “Referenciado” e “Simples”. A proposta atual mantém esse arcabouço.

No entanto, enxergamos como uma distorção pontual a vedação de taxa de performance para os FI-Infra, que foram criados em mar/19, pela Instrução CVM nº 606.

A norma atual permite que os fundos de “Renda Fixa” destinados a investidores em geral que tenham o compromisso de seguir obrigatoriamente o tratamento tributário de longo prazo (e, portanto, tenham o sufixo “Longo Prazo”), possam ter taxa de performance. No entanto, conforme disposto no Art. 74 do Anexo Normativo I, o FI-Infra tem por objetivo seguir outro tratamento tributário, qual seja, o da Lei nº 12.431. Por óbvio, é um tratamento tributário distinto do de longo prazo, embora seus ativos também tenham perfil de longo prazo, e a gestão ativa desse tipo de fundo tenha os mesmos motivos para ter taxa de performance que qualquer outro tipo de fundo com horizonte de longo prazo e gestão ativa.

Ademais, foi feita essa mesma sugestão no âmbito da Audiência Pública SDM 04/2018, que levou a criação da categoria FI-Infra. No relatório da referida audiência pública, comentou-se que o ponto tinha mérito e poderia ser revisitado no futuro. Assim, aproveitamos a ocasião para abordá-lo novamente.

Entre os motivos destacados, comentou-se sobre as debêntures de infraestrutura poderem ter longos prazos para o completion físico e financeiro, prazo eventualmente diferente do qual é cobrada a taxa de performance.

Sobre esse ponto, destacamos que as emissões através de ofertas públicas costumam ter um perfil ligeiramente diferente: a maior parte não se trata de projetos greenfield. No caso de projetos, geralmente existe uma estrutura robusta de garantias, incluindo aval do controlador e/ou fiança bancária, até que ocorra de fato o completion física e financeiro, que é caracterizado pelo momento a partir do qual o emissor passa a estar totalmente operacional e com métricas de crédito saudáveis, compatíveis com um perfil de risco de projetos maduros. Adicionalmente, não conseguimos encontrar nenhum caso de debênture de infraestrutura em que houve um completion físico e financeiro e que após tal marco tenha ocorrido uma deterioração súbita e significativa do emissor de forma injustificada.

Outro ponto que destacamos é o amadurecimento do mercado de debêntures de infraestrutura. Se no passado o número de emissões era restrito, levando quase que invariavelmente a carteiras concentradas e de longo prazo, com liquidez limitada no mercado secundário, a realidade atual é completamente diferente. As debêntures de infraestrutura têm um volume de negociação em relação ao estoque que é quase o dobro das demais debêntures, inclusive fornecendo uma informação valiosa que é utilizada no processo de marcação a mercado dos fundos. Já são mais de 400 séries em aberto, e com uma pluralidade de prazos remanescentes: existem as debêntures que estão próximas do vencimento e as que tem prazos remanescentes ainda elevados.

Além disso, destacamos que entre os primeiros fundos que se propuseram a seguir o tratamento tributário da Lei nº 12.431, a maior parte eram FIDC, de condomínio fechado, e que montavam carteiras bastante concentradas, de ativos sem liquidez alguma no mercado secundário, para carregar ao vencimento. Esses fundos, pela estrutura escolhida, eram obrigatoriamente destinados a investidores qualificados ou profissionais. Ao que nos conta, esses FIDC não migraram suas estruturas para FI-Infra, que tem perfil bem diferente.

As carteiras dos fundos de debêntures de infraestrutura de condomínio aberto tipicamente têm carteiras diversificadas, com dezenas de emissores, mitigando de forma significativa o risco idiossincrático. Outro aspecto a destacar é que observando os fundos sob gestão da Sparta, temos

uma duration mais próxima de 3,0 anos nos FI-Infra, enquanto temos uma duration entre 2,0 e 2,5 anos nos fundos de crédito privado que não são focados em debêntures de infraestrutura. Nosso monitoramento de fundos da mesma categoria geridos por outros gestores sugere que a diferença de duration entre os tipos de fundos acima é similar, por conta da necessidade de liquidez. Portanto, em se tratando de fundos com gestão ativa, com características semelhantes aos fundos de crédito privado existentes, não vemos motivos para que a taxa de performance seja vedada nesse tipo de fundo.

Ainda, destacamos outra vantagem ao permitir taxa de performance para o FI-Infra: é comum que gestores mais especializados busquem atrelar uma parte variável da sua remuneração aos resultados obtidos para os investidores. Na prática, ao dividir sua remuneração entre parte fixa e parte variável, o efeito é de reduzir o valor médio da taxa de administração. Caso não seja possível ter a parte variável, esta é estimada e incorporada à parte fixa.

Por fim, acreditamos que os investidores em geral merecem ter acesso a fundos de excelente qualidade. Acreditamos que o arcabouço regulatório é bastante robusto, oferecendo proteção a esses investidores por um lado, mas permitindo que sejam criadas estruturas eficientes de outro, não deixando nada a dever para investidores sofisticados. Com a flexibilidade de ter taxa de performance nos FI-Infra, acreditamos que o mercado deve se ajustar, com produtos melhores e taxas de administração médias menores.

Nossa sugestão é incluir um inciso a mais no Art. 50 do Anexo Normativo I:

“Art. 50. Os fundos categorizados como “Renda Fixa” somente podem ter classes de cotas que possuam como principal fator de risco de sua carteira a variação da taxa de juros, de índice de preços, ou ambos.

Parágrafo único. No fundo categorizado como “Renda Fixa” é vedada a cobrança de taxa de performance, salvo quando se tratar de:

(...)

II – classe de cotas que dispuser, em regulamento, que tem o compromisso de obter o tratamento fiscal destinado a fundos de longo prazo previsto na regulamentação fiscal vigente; ~~ou~~

III – classe de cotas de investimento em renda fixa “Dívida Externa”; ~~ou~~

IV – classe de cotas FI-Infra.”

3. Taxa de administração e taxa de gestão separadas

Conforme descrito no item 3.2 do Edital, a regulamentação proposta sugere a separação obrigatória entre a taxa de administração e a taxa de gestão, que remuneram os dois prestadores essenciais do fundo e os contratados de cada um. Além disso, a regulamentação proposta traz a obrigatoriedade de cada uma dessas taxas ser, separadamente, definida como percentual anual sobre o patrimônio líquido.

Trazemos algumas considerações sobre o tema.

Geralmente o administrador tem seu custo expresso em percentual anual do patrimônio líquido, no entanto, quase sempre define um valor mínimo mensal. Também é comum que o percentual anual do patrimônio líquido devido ao administrador seja escalonado em função do volume total com um determinado gestor, em linha com os ganhos de escala emergentes da relação. E a depender da estrutura, como acontece com frequência nos fundos master (de estrutura master/feeder) ou em alguns outros casos específicos, o administrador por ter um valor fixo mensal para o fundo, independente do patrimônio líquido.

Para que seja possível acomodar todos esses aspectos negociais, mas ao mesmo tempo seja possível definir uma taxa de administração em percentual anual fixo do patrimônio líquido, como já é hoje na ICVM 555, é natural que exista uma negociação entre o administrador e o gestor para definir o rateio da taxa de administração para cada um (e demais contratados do fundo), em função do tamanho do patrimônio líquido. Tipicamente, o gestor recebe um percentual do patrimônio líquido gerido menor no início, quando o patrimônio líquido é menor, e tende a se estabilizar com o crescimento do patrimônio líquido do fundo, quando os ganhos de escala ficam claros.

Ao obrigar que a parcela de cada um dos prestadores essenciais e seus respectivos contratados sejam remunerados por percentuais anuais fixos e segregados do patrimônio líquido, cria-se a necessidade de se renegociar toda a dinâmica atual do mercado, além de adicionar complexidade no rateio das taxas dos fundos. Além disso, ao não ser permitido definir valores mínimos mensais, é provável que os administradores adotem valores percentuais médios maiores que os atuais, dificultando a criação de novos produtos e potencialmente elevando os custos totais dos fundos, o que é indesejável para a sociedade.

Por outro lado, entendemos que existe uma demanda cada vez maior por transparência sobre essas relações, e reforçamos que o arcabouço já existente na ICVM 555 com a demonstração de desempenho – e mantida na proposta de regulamentação objeto desta Audiência Pública – já endereça de forma adequada como se dá o rateio do total de taxas entre esses prestadores essenciais.

Além disso, destacamos que desde a Instrução CVM nº 409, já existe um arcabouço robusto que define as taxas e encargos cobrados dos fundos, e na modernização para a ICVM 555, já foram feitos avanços na estrutura da taxa de administração, como por exemplo a introdução do § 6º do Art. 85, que elimina do cômputo entre a taxa de administração mínima e máxima as taxas de fundos geridos por partes não relacionadas ao gestor do fundo investidor e as taxas de fundos de índices e fundos imobiliários negociados em mercados organizados.

Assim, sugerimos que a separação entre a taxa de administração e a taxa de gestão seja possível, mas opcional. Se for o caso, sugerimos que a transparência na distribuição dos custos seja trabalhada pelo lado da sua publicidade, e não pelo lado da redução da flexibilidade para que a indústria de fundos floresça, inove e cresça. Além disso, sugerimos que seja mantida a obrigatoriedade da taxa de administração (e taxa de gestão, se aplicável), ser expressa em percentual anual fixo do patrimônio líquido, dando continuidade ao tratamento justo para os investidores. Para tal implementar essas sugestões, sugerimos a inclusão de um parágrafo no Art. 84 da Resolução:

*“Art. 84. As taxas de administração e gestão, **se aplicável**, devem ser estabelecidas no Regulamento e não podem ser aumentadas sem prévia aprovação da assembleia de cotistas.*

(...)

§ 3º A adoção de taxa de gestão segregada da taxa de administração é facultativa.”

Consequentemente, também é necessário ajustar as tabelas do item 3 do Suplemento D, relativa à demonstração de desempenho, para os casos que exista apenas taxa de administração, ou que exista taxa de administração e taxa de gestão separados.

4. Taxa de custódia

Para a taxa de custódia, o raciocínio é similar ao apresentado no item anterior. O Art. 18 do Anexo Normativo I, inciso I, obriga que a taxa de custódia seja expressa em percentual anual do patrimônio líquido do fundo. Hoje é comum encontrar nos regulamentos o valor percentual anual sobre o patrimônio líquido do fundo, mas com um valor mínimo mensal, ou simplesmente um valor fixo. Assim, entendemos que eventuais mudanças no formato atual podem levar a percentuais anuais médios mais elevados, potencialmente elevando os custos do fundo, o que é indesejável para a sociedade.

Além disso, a demonstração de desempenho já trazia transparência sobre o peso desse custo, e a proposta atual da demonstração de desempenho trouxe aprimoramentos nessa questão, explicitando se ela também faz parte das despesas pagas ao administrador. Assim, sugerimos a seguinte mudança no Art. 18 do Anexo Normativo I:

“Art. 18. Em acréscimo às matérias previstas no art. 44, § 1º, da Resolução, o regulamento do fundo de investimento deve dispor sobre as seguintes matérias:

I – taxa de custódia, ~~expressa em percentual anual do patrimônio líquido do fundo;~~

(...)”

Consequentemente, o inciso VI do § 1º do Art. 81 do Anexo Normativo I pode ser removido.

5. Voto em assembleia por pessoa conflitada

Uma situação de potencial conflito de interesses na assembleia de um fundo (ou classe) é quando outros fundos do mesmo gestor são investidores desse fundo. Nesse caso, nem sempre o interesse do gestor está alinhado com os demais investidores, e entendemos que por conta do conflito, o gestor só poderia votar com o consentimento dos demais investidores presentes na assembleia.

Hoje essa vedação a voto de outros fundos geridos pelo mesmo gestor já é uma realidade na ICVM 555, mas não é uma realidade em outros tipos de fundo, como os FIDC. Apenas para ilustrar, já vivenciamos mais de uma vez, como investidores, assembleias de FIDC que contavam com cotistas sênior, subordinado mezanino e subordinado júnior, e que vários desses cotistas, das diversas subclasses, eram fundos geridos pelo gestor, o que adiciona ainda mais complexidade na equação dos conflitos de interesse. Pela nossa experiência, é muito difícil convergir os interesses das diferentes subclasses e do gestor nos momentos mais delicados, como num evento de avaliação ou liquidação, e não havendo esse tipo de vedação a voto, pode acontecer dos interesses dos cotistas sênior

acabarem subordinados (!) aos interesses dos demais. Assim, entendemos que a menos que exista um consentimento dos demais investidores presentes na assembleia, os fundos geridos pelo mesmo gestor ou investidores que estejam sendo representados pelo mesmo gestor deveriam ser impedidos de votar.

E tendo em vista a situação exemplificada acima, entendemos que a verificação tem que ser feita no momento da assembleia, e não com base no momento de ingresso no fundo, além de se estender aos familiares diretos das pessoas potencialmente conflitadas.

Os argumentos acima ganham ainda mais força pelo fato de a Resolução estabelecer as regras que possivelmente serão observados não só para os FIF e FIDC, mas potencialmente para outros tipos de fundo no futuro.

Assim, sugerimos os seguintes ajustes no Art. 74 da Resolução:

“Art. 74. Não podem votar nas assembleias de cotistas:

*I – o prestador de serviço, essencial ou não, **ainda que representando outros investidores;***

*II – os sócios, diretores e funcionários do prestador de serviço **e seus familiares de 1º grau; e***

*III – empresas ligadas ~~ao prestador de serviço, seus sócios, diretores e funcionários.~~ **às pessoas dos incisos I e II acima; e***

IV – outros fundos ou carteiras geridos pelo gestor.

Parágrafo único. Não se aplica a vedação prevista neste artigo quando:

*I – os únicos cotistas forem, ~~no momento de seu ingresso no fundo,~~ as pessoas mencionadas nos incisos I a ~~III~~ **IV** do caput; ou*

(...)”

6. Fundos de baixíssimo risco e alta liquidez

A proposta regulamenta alguns tipos de fundos que tem implícita uma carteira de baixíssimo risco e alta liquidez, a saber:

- Simples: Art. 55 do Anexo Normativo I
- Curto Prazo: Art. 53 do Anexo Normativo I
- Referenciado DI: Art. 54 do Anexo Normativo I, quando o índice de referência for a taxa de depósitos interbancários

O inciso V do Art. 61 do Anexo Normativo I apresenta os 3 tipos de fundos acima como mais uma alternativa para “aplicação de caixa” dos FIC, junto com depósitos à vista e outras alternativas tipicamente de baixíssimo risco e alta liquidez. Nossa sugestão é padronizar esse conjunto de fundos acima de baixíssimo risco e alta liquidez como uma alternativa a títulos públicos federais e operações compromissadas com lastro em títulos públicos federais, equiparando inclusive os limites de concentração. Conseqüentemente, em alguns pontos da proposta em que são caracterizados fundos

com esse propósito, mas que acabam tendo características ligeiramente diferentes entre si, poderiam ser uniformizados. Isso certamente reduziria os custos de observância da indústria.

De fato, é prática comum dos gestores aplicar a parcela mais líquida dos fundos, usualmente chamada de “caixa”, em títulos públicos federais, operações compromissadas com lastro em títulos públicos federais ou fundos de baixíssimo risco e alta liquidez. Esses últimos, acabam muitas vezes sendo a alternativa mais interessante por trazerem ganhos de escala significativos. Além disso, operacionalmente é mais simples fazer uma aplicação num fundo com essas características do que negociar uma LFT (que tem bid-offer não desprezível e exige volumes relevantes para negociação) ou fazer uma operação compromissada (que tipicamente exige volumes financeiros bastante relevantes para ter retornos mais próximos do rendimento da LFT, não leva em consideração o percentual do patrimônio do fundo, e tem que ser feita novamente a cada dia). A maior dificuldade em relação a utilização desses fundos de baixíssimo risco e alta liquidez atualmente se dá pelo limite de concentração, que é bastante restritivo.

Logo, para implementar as sugestões acima, propomos que seja eliminado o limite por emissor definido no inciso III do Art. 44 do Anexo Normativo I quando se tratar desses fundos de baixíssimo risco e alta liquidez. Nossa proposta para operacionalizar esse ponto seria a inclusão de um novo parágrafo neste artigo, com redação similar ao inciso V do Art. 61 do Anexo Normativo I:

“Art. 44. Cada classe de cotas em separado deve observar os seguintes limites de concentração por emissor, sem prejuízo das demais normas de concentração aplicáveis a sua categoria, nos termos da Seção VI:

(...)

*§ 10. O limite de que trata o inciso III do **caput** não é aplicável para aplicações em cotas de fundos e suas classes de cotas categorizados como Renda Fixa “Curto Prazo”, “Referenciado” ou “Simples, observado que, especificamente no caso das cotas das classes “Referenciado”, desde que o respectivo indicador de desempenho (benchmark) escolhido seja a variação das taxas de depósito interfinanceiro (“CDI”) ou SELIC.”*

Adicionalmente, para tendo em vista a padronização argumentada anteriormente, sugerimos que o Art. 26 da Resolução seja ajustado para incorporar uma redação similar ao inciso V do Art. 61 do Anexo Normativo I:

“Art. 26. As importâncias recebidas na integralização de cotas durante o processo de distribuição de cotas de classe fechada devem ser ~~aplicados depositadas em banco comercial, banco múltiplo com carteira comercial ou Caixa Econômica~~ em nome do fundo, sendo obrigatória sua imediata aplicação em títulos públicos federais, operações compromissadas com lastro em títulos públicos federais ou em cotas de fundos ~~de investimento em renda fixa “Curto Prazo” ou “Simples”~~ e suas classes de cotas categorizados como Renda Fixa “Curto Prazo”, “Referenciado” ou “Simples, observado que, especificamente no caso das cotas das classes “Referenciado”, desde que o respectivo indicador de desempenho (benchmark) escolhido seja a variação das taxas de depósito interfinanceiro (“CDI”) ou SELIC.”

7. Aplicação de caixa em FIDC

Em linha com a argumentação do item anterior, sugerimos uma abordagem similar para os FIDC, inclusive quando forem para investidores em geral. Na proposta, o inciso II do Art. 48 do Anexo Normativo II só flexibiliza o limite de 20% do patrimônio líquido em aplicações em títulos públicos e operações compromissadas lastreadas em títulos públicos federais quando o FIDC for para investidores qualificados (o que por si só já seria um desafio). Sugerimos que não exista limite para esses ativos, dados que tipicamente essas aplicações são feitas apenas para “aplicação de caixa”. Adicionalmente, sugerimos que ao invés de considerar a possibilidade de investir apenas em cotas fundos que invistam exclusivamente em títulos públicos federais e operações compromissadas lastreadas nesses títulos, que utilize o padrão do item anterior de fundos de baixíssimo risco e alta liquidez. Assim, sugerimos as seguintes alterações no Art. 48 do Anexo Normativo II, incluindo a inclusão de redação similar ao inciso V do Art. 61 do Anexo Normativo I na alínea “c” do novo parágrafo:

“Art. 48. A aplicação de recursos em direitos creditórios e outros ativos de responsabilidade ou coobrigação de um mesmo devedor está limitada a 20% (vinte por cento) do patrimônio líquido da classe de cotas.

(...)

*§ 2º Caso a classe de cotas não seja destinada ao público em geral, o percentual referido no **caput** pode ser elevado quando **o devedor ou coobrigado**:*

~~*I — o devedor ou coobrigado:*~~

a) tenha registro de companhia aberta;

b) seja instituição financeira ou equiparada; ou

c) seja entidade que tenha suas demonstrações contábeis relativas ao exercício social imediatamente anterior à data de constituição do fundo elaboradas em conformidade com o disposto na Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, e a regulamentação editada pela CVM, e auditadas por auditor independente registrado na CVM; ~~ou.~~

~~*II — se tratar de aplicações em:*~~

~~*a) títulos públicos federais;*~~

~~*b) operações compromissadas lastreadas em títulos públicos federais; e*~~

~~*c) cotas de fundos que possuam como política de investimento a alocação exclusiva nos títulos a que se referem as alíneas “a” e “b”.*~~

(...)

*§ 8º O percentual referido no **caput** não se aplica quando se tratar de:*

a) títulos públicos federais;

b) operações compromissadas lastreadas em títulos públicos federais; e

c) cotas de fundos e suas classes de cotas categorizados como Renda Fixa “Curto Prazo”, “Referenciado” ou “Simples, observado que, especificamente no caso das cotas das classes “Referenciado”, desde que o respectivo indicador de desempenho (benchmark) escolhido seja a variação das taxas de depósito interfinanceiro (“CDI”) ou SELIC.”

8. Uso de derivativos em FIDC

A ICVM 356 permite o uso de derivativos em FIDC exclusivamente para proteção de posições à vista. Caso uma carteira indexada ao CDI, mas tenha uma subclasse sênior prefixada, a regulamentação vigente não permite o uso de contratos de DI futuro para hedge do descasamento de indexador entre o ativo e a subclasse sênior.

Assim, sugerimos que seja avaliada a possibilidade do uso de derivativos para operação de troca de indexador, contemplando não apenas os ativos, mas também o índice de referência (benchmark) das eventuais diferentes subclasses, até o limite das mesmas. Com isso, aumenta-se o leque de opções para captação com diferentes indexadores, seja pelas condições de mercado, seja por atender diferentes tipos de investidores.

“Art. 47. Em até 180 (cento e oitenta) dias do início de suas atividades, cada classe de cotas do FIDC deve possuir parcela superior a 50% (cinquenta por cento) de seu patrimônio líquido representada por direitos creditórios e a classe de investimento em cotas deve possuir no mínimo 67% (sessenta e sete por cento) de seu patrimônio líquido representado por cotas de FIDC ou FICFIDC.

(...)

§ 2º É facultado ao fundo, ainda:

(...)

II – realizar operações com derivativos, exclusivamente com o objetivo de proteção patrimonial ou troca de indexador entre os ativos e o índice de desempenho de cada subclasse.

(...)”

9. Alocação em direitos creditórios

O FIDC é uma estrutura que pode ser utilizada com uma ampla gama de ativos. Em alguns tipos de direitos creditórios, é comum que exista alguma sazonalidade ou concentração de vencimentos em poucas datas. Podemos citar como exemplo o agronegócio: normalmente são 1 ou 2 ciclos por ano, e os recebíveis tendem a se acumular ao redor de algumas poucas datas. Com isso, corre-se o risco de receber parte significativa dos recebíveis num curto intervalo de tempo, gerando um desenquadramento do limite mínimo de 50% em direitos creditórios. Outros casos exemplificativos que podem gerar tal situação incluem o vencimento de uma debênture em volume relevante, ou mesmo a acumulação de caixa que precede a amortização de uma série de subclasse sênior.

Assim, propomos uma mudança no método de aferição do percentual de direitos creditórios: que seja utilizado o máximo entre o percentual diário e a média móvel dos últimos 180 dias do percentual diário. Com isso, uma alocação prévia mais elevada em relação ao patrimônio líquido pode compensar um desenquadramento temporário do nível de 50% em direitos creditórios. Sugerimos a inclusão de um novo parágrafo ao Art. 47 do Anexo Normativo II.

“Art. 47. Em até 180 (cento e oitenta) dias do início de suas atividades, cada classe de cotas do FIDC deve possuir parcela superior a 50% (cinquenta por cento) de seu patrimônio líquido representada por direitos creditórios e a classe de investimento em cotas deve possuir no mínimo 67% (sessenta e sete por cento) de seu patrimônio líquido representado por cotas de FIDC ou FICFIDC.

(...)

§ 8º A aferição dos limites de que tratam o caput serão tomadas pelo máximo entre a respectiva métrica no dia e na média dos 180 (cento e oitenta) dias anteriores.”

10. Fundos com cota de abertura

Os fundos de baixíssimo risco e alta liquidez utilizados para “aplicação de caixa” tipicamente contam com cota de abertura, possibilitando o pagamento de resgates em D+0.

Hoje a Instrução CVM nº 555 (“ICVM 555”), Art. 16, § 1º, inciso I, faculta que fundos de “Renda Fixa” tenham cota de abertura, independente da sua classificação tributária. Ainda, em que pese os fundos “Curto Prazo” por definição seguirem o tratamento tributário homônimo, tipicamente os fundos “Simples” e “Referenciado DI” buscam ter o tratamento tributário de longo prazo, embora não o sigam obrigatoriamente. Por outro lado, a redação proposta no Art. 51 do Anexo Normativo I, parágrafo único, inciso I, dá margem à interpretação de que os fundos que buscam seguir a tributação de longo prazo, mas não seguem obrigatoriamente, não poderiam ter cota de abertura, o que não nos parece ser a intenção do regulador. Assim, sugerimos o ajuste abaixo para maior clareza:

“Art. 51. Para fins de liquidação do resgate no mesmo dia do pedido, na conversão de cotas da classe de cotas aberta categorizada como “Renda Fixa”, o regulamento pode estabelecer que o valor da cota do dia será calculado a partir do patrimônio líquido do dia anterior, devidamente atualizado por 1 (um) dia.

*Parágrafo único. A faculdade prevista no **caput** não pode ser utilizada por:*

I – classe de cotas que possua o compromisso ~~de obter o tratamento fiscal destinado a fundos de longo prazo previsto na regulamentação fiscal vigente~~ previsto no § 1º do Art. 3º; ou

(...)”

11. Encargos

A proposta da Audiência Pública traz na Resolução um arcabouço que abrange os aspectos comuns aos diferentes tipos de fundos. Entre esses pontos, estão os encargos que podem ser debitados diretamente do fundo.

Assim, tendo em vista que existe um comando específico no Art. 101 da Resolução dispondo que quaisquer despesas não previstas como encargos do fundo devem correr por conta dos prestadores de serviços essenciais, sugerimos que alguns itens que já constam atual da Instrução CVM nº 356 (“ICVM 356”), como os incisos VII e X, que tratam de despesas com constituição e liquidação do fundo, assembleia e agência de classificação de risco, e o § 2º, que trata da possibilidade

do fundo pagar diretamente os prestadores de serviço contratados, sejam adicionados ao Art. 100 da Resolução:

“Art. 100. Constituem encargos do fundo as seguintes despesas, que lhe podem ser debitadas diretamente, sem prejuízo de outras previstas nos Anexos Normativos a esta Resolução ou em regulamentação específica:

(...)

XIII – as taxas de administração e de gestão; e

XIV – honorários e despesas relacionadas à atividade de formador de mercado;

XV – quaisquer despesas inerentes à constituição ou à liquidação do fundo ou à realização de assembleia geral de condôminos; e

XVI – despesas com a contratação de agência classificadora de risco.

Parágrafo Único. Os prestadores de serviços essenciais podem estabelecer que parcelas das taxas de administração, gestão e performance, quando aplicável, sejam pagas diretamente pelo fundo aos prestadores de serviços contratados, desde que o somatório dessas parcelas não exceda o montante total das taxas de administração e gestão fixadas no regulamento do fundo.”

12. Divulgação das maiores exposições

Os Suplementos F e G, em seu item 8, assim como o Suplemento H, em seu item VIII, trazem a exposição aos maiores devedores/fundos, com nome, CNPJ/CPF e exposição. Entendemos que saber quais são as maiores exposições é absolutamente relevante para avaliar o nível de concentração da carteira, mas que a identificação (nome e CNPJ/CPF) tem pouca ou nenhuma importância para posições pequenas. Assim, sugerimos que a identificação de nome/CNPJ seja dispensada quando a exposição for menor que 10% do patrimônio líquido, mas mantendo-se a obrigatoriedade de informar os valores em si.

Ficamos à disposição para quaisquer esclarecimentos que se façam necessários.

Atenciosamente,

Sparta Administradora de Recursos Ltda