

São Paulo, 10 de julho de 2014.

OF. DIR – 023/2014

Ilmo. Sr.

Leonardo P. Gomes Pereira
Presidente
Comissão de Valores Mobiliários – CVM

Ilma.Sra.

Dra. Flávia Mouta Fernandes
Superintendência de Desenvolvimento de Mercado - SDM
Comissão de Valores Mobiliários – CVM

Ref.: Edital de Audiência Pública SDM nº 03/14, da CVM – Investidores Qualificados e Profissionais (“Edital”).

Introdução

Inicialmente, gostaríamos de agradecer e parabenizar a CVM pela iniciativa de publicação do Edital de Audiência Pública SDM nº 03/14, que propõe a alteração do conceito de “investidores qualificados”, a criação da categoria de “investidores profissionais” e a eliminação das regras de investimento mínimo nas instruções da CVM.

O referido documento representa um marco para o aprimoramento da regulação do mercado de valores mobiliários brasileiro e coaduna com outras recentes iniciativas para a modernização do arcabouço de proteção ao investidor no Brasil, notadamente, a edição de normas de conduta para os intermediários, em 2011, e da instrução que dispõe sobre o dever de verificação da adequação dos produtos, serviços e operações ao perfil do cliente (*suitability*), no final de 2013.

As alterações propostas no Edital têm como mérito reconhecer o amadurecimento dos mercados de diversos produtos e redefinir o foco do regime regulatório, situando-o num arcabouço mais genérico associado diretamente ao investidor.

Nos mercados de valores mobiliários brasileiros, as regras de *ticket* mínimo tem origem na Instrução CVM nº 155/91 que isenta notas promissórias com valor unitário superior a Cr\$ 100 milhões do registro de emissor e divulgação de prospecto. Investidores que pudessem dispor dessa quantia poderiam adquirir de forma célere

este ativo, cuja distribuição ficava desobrigada de algumas formalidades usuais de aprovação e divulgação de informações. Desde então, uma série de valores mobiliários observaram regras similares, notadamente, cotas de fundos de investimento em direitos creditórios (FIDC), cotas de fundos de investimento em participações, determinados tipos de certificados de recebíveis imobiliários, dentre outros.

A Instrução CVM nº 254/96, por sua vez, forneceu, pela primeira vez, uma base conceitual para associar as regras de investimento em produtos específicos à conceituação de investidores de maior sofisticação. A norma, alteradora da Instrução CVM nº 215/94, criou a figura dos fundos mútuos de investimento em ações - carteira livre, destinando-os exclusivamente a investidores considerados “qualificados”¹, termo posteriormente consolidado nas Instruções CVM nº 302/99 e 409/04. O mesmo se reproduziu com Brazilian Depositary Receipts (BDRs) Nível I, cotas de FIDC, ofertas com esforços restritos etc.

A eliminação das regras que exigem investimento mínimo para aplicação em valores mobiliários, como bem reconhecido pela CVM no presente Edital, pode ser associada a dois grandes benefícios: o aumento da liquidez nos mercados secundários e a maior possibilidade de diversificação das carteiras de valores mobiliários pelos investidores. Dá lugar a um regime único de proteção, centrado não nos produtos, mas na sofisticação do investidor, alinhado com o desenvolvimento das práticas de *suitability*. Além disso, elimina-se a heterogeneidade de conceitos e definições constantes na regulação brasileira, de modo a facilitar tanto a supervisão e fiscalização dos mercados como a observância dos participantes de mercado.

O Edital, portanto, dá um importante passo na estruturação de um arcabouço mais moderno de proteção ao investidor, em linha tanto com a teoria econômica, como com as práticas mais atuais de outras jurisdições.

Como a regulação de proteção ao investidor pode ser relacionada diretamente à presença de falhas de mercado, notadamente, aos efeitos derivados da assimetria informacional e de conflitos de interesses, é razoável supor que o grau de gravidade dessa assimetria possa variar de acordo com cada investidor. Neste contexto, como argumentam Goodhart et al. (1998: 7-8), “it is appropriate to have a different regulatory regime for conduct of business issues for retail as opposed to wholesale business”². Ou seja, a classificação dos investidores se revela funcional ao estabelecimento de um regime apropriado de proteção aos

¹ Conforme adicionado ao Artigo 1º da Instrução CVM nº 215/94:

“§7º Para os efeitos do disposto no parágrafo anterior, são considerados investidores qualificados:

I - instituições financeiras;

II - companhias seguradoras;

III - entidades abertas e fechadas de previdência privada;

IV - fundos de investimento regulados e fiscalizados pela Comissão de Valores Mobiliários ou pelo Banco Central do Brasil; e

V - quaisquer investidores que detenham carteiras de valores mobiliários em montante superior a R\$ 500.000,00 (quinhentos mil reais), administradas, discricionariamente, por administrador autorizado pela CVM a prestar serviços de administração de carteira, nos termos do art. 23, da Lei nº 6.385, de 07 de dezembro de 1976.”

² Goodhart, C.; Hartmann, P.; Llewellyn, D.; Rojas-Suarez, L.; Weisbrod, S. (1998). *Financial Regulation: Why, How and Where Now?* New York: Routledge.

investidores de acordo com suas características, oferecendo maior tutela regulatória àqueles que necessitam e dando maior liberdade e autonomia de escolha àqueles de maior sofisticação.

Quanto à experiência internacional, a evidência empírica também dá suporte à opção da CVM. As recentes discussões sobre distribuição de produtos complexos, travadas no âmbito da Organização Internacional das Comissões de Valores (IOSCO), reconhecem a classificação dos investidores como um dispositivo funcional aos objetivos de proteção do investidor. Em especial, o Princípio 1 do Relatório Final sobre requerimentos de *suitability* na distribuição de produtos complexos se dedica justamente ao tema classificação de clientes:

“Os intermediários devem ser obrigados a adotar e aplicar políticas e procedimentos para distinguir entre clientes de varejo e não varejo ao distribuir produtos financeiros complexos. A classificação dos clientes deve ser baseada numa avaliação apropriada do cliente em questão, levando em conta a complexidade e o risco dos diferentes produtos. O regulador deve considerar a possibilidade de fornecer diretrizes para os intermediários em relação à classificação dos clientes.” (IOSCO, 2013: 9, tradução livre)³.

O Princípio decorre do fato de que diferentes níveis de proteção já são adotados de acordo com a classificação de clientes em diversas jurisdições, notadamente, Estados Unidos, México, União Europeia (27 jurisdições), Suíça, Canadá, Japão, Cingapura, Tailândia, Hong Kong e Austrália. A esses diferentes graus de proteção estão relacionados requerimentos diferenciados de divulgação de informação, normas de conduta mais ou menos brandas, inclusive *suitability*, e acesso a produtos e ofertas específicos, em especial, ofertas com esforços restritos.

Investidores institucionais (fundos de previdência, fundos de investimento etc.) e instituições e entidades financeiras figuram, por definição, nas classes de investidores de maior sofisticação e, portanto, sujeitos à menor proteção. Quanto aos demais investidores, três principais abordagens se colocam para a avaliação dos mesmos no momento de determinar sua classificação. A primeira é a de origem americana, que leva em consideração a situação financeira do investidor como *proxy* para sua sofisticação. A segunda, de origem australiana, atribuiu ao intermediário o dever de avaliar a sofisticação do investidor com base em critérios próprios, inclusive subjetivos. A terceira, por fim, consiste numa mistura das duas abordagens anteriores, tal como praticado na Europa para o caso de investidores pessoa física.

O novo regime regulatório decorrente das alterações propostas pelo presente Edital se alinha com a primeira abordagem, refletindo sua maior difusão em nível global, sendo ela a mais utilizada em outras jurisdições, e os menores custos de supervisão e observância, devido à sua maior simplicidade. Com efeito, a Austrália constitui um caso singular, onde o regime optado reflete a particularidade do aconselhamento financeiro no país e pode, em última instância, ser associado a uma agenda de desregulamentação financeira.

³ IOSCO. Suitability requirements with respect to the distribution of complex financial products. Final Report, 2013.

Desse modo, ao eliminar as regras de *ticket* mínimo e instituir um regime de classificação dos investidores associado a diferentes níveis de tutela regulatória, o Edital dá prosseguimento ao fortalecimento do arcabouço de proteção ao investidor no Brasil. As propostas apontam para um norte comum, qual seja, a estruturação de um regime robusto de proteção aos investidores, com vistas a ampliar a funcionalidade do sistema financeiro brasileiro ao desenvolvimento econômico do país.

Por outro lado, e como já observado, as mudanças ora introduzidas, além de alinhadas aos princípios e experiência internacionais, consideram o histórico recente e estágio específicos do mercado brasileiro. Elas devem promover o aprofundamento de mudanças verificadas nos últimos anos relativamente às práticas de venda e de distribuição de produtos financeiros e outros desdobramentos que ainda não podem ser antecipados. Entendemos que a adoção da nova classificação de investidores e a implementação de regras de *suitability* nos moldes ora definidos devem ser acompanhadas e ensejar novas avaliações à medida que seja possível mensurar os efeitos da adoção dos parâmetros ora propostos.

Apresentadas estas considerações iniciais, a ANBIMA agradece a oportunidade de se manifestar, por meio desta audiência, e em resposta encaminha a seguir sugestões de alteração e aprimoramentos às mudanças propostas no texto da minuta de Instrução, com as correspondentes justificativas. Também nos colocamos à disposição para dar continuidade à discussão do tema, inclusive envolvendo a avaliação dos impactos das novas regras, mais a frente, de forma a contribuir para o constante aperfeiçoamento da regulação pertinente e das práticas de mercado por ela orientadas.

PROPOSTAS DE ALTERAÇÃO:

1. Alteradora da Instrução CVM nº 539/13

a. Definição de investidores profissionais

A introdução da categoria de investidores profissionais corresponde a uma relevante inovação do ponto de vista do arcabouço de proteção ao investidor no mercado de valores mobiliários. Na prática, o mercado designava os investidores a partir de duas classificações: “investidores qualificados”, termo estabelecido pela Instrução CVM nº 409, que se refere aos investidores institucionais e pessoas físicas ou jurídicas com investimentos financeiros em valores superiores a R\$ 300 mil; e “investidores superqualificados”, que possuem R\$ 1 milhão disponíveis para a realização de investimentos em produtos que, segundo sua regulamentação, possuem *ticket* mínimo neste valor.

A norma proposta reproduz essa dupla segmentação, contudo, designando os investidores como “qualificados” ou “profissionais”. A estes investidores a regulação dedica menor tutela, assumindo que, em função de sua privilegiada situação financeira, dedicam parte relevante do seu tempo à administração dos seus investimentos financeiros e/ou tem acesso a prestadores de serviços que o auxiliem na administração de

seus recursos. No caso das pessoas físicas ou jurídicas, para fins do investidor profissional, o racional apresentado neste edital para justificar o valor do corte financeiro é de que um ativo não pode representar mais do que 5% das aplicações financeiras do investidor, de modo a garantir uma apropriada diversificação de sua carteira: como os investimentos mínimos anteriormente vigentes supunham a aplicação mínima de R\$ 1 milhão, o valor depreendido atinge a cifra de R\$ 20 milhões. Este valor, contudo, não representa devidamente a realidade dos investidores brasileiros, conforme ilustraremos a seguir.

Por um lado, entendemos a preocupação dessa Autarquia de que a possibilidade da queda dos *tickets* mínimos permita que clientes com baixa sofisticação, ou de varejo, invistam em produtos mais sofisticados ou que gozam de regimes informacionais mais restritos, onde a assimetria informacional ganha relevância. Por outro, consideramos o valor proposto para o “corte” dos investidores profissionais (R\$ 20 milhões em investimentos financeiros) muito elevado, restringindo sobremaneira o acesso de tais investidores aos produtos e operações com menor tutela regulatória⁴.

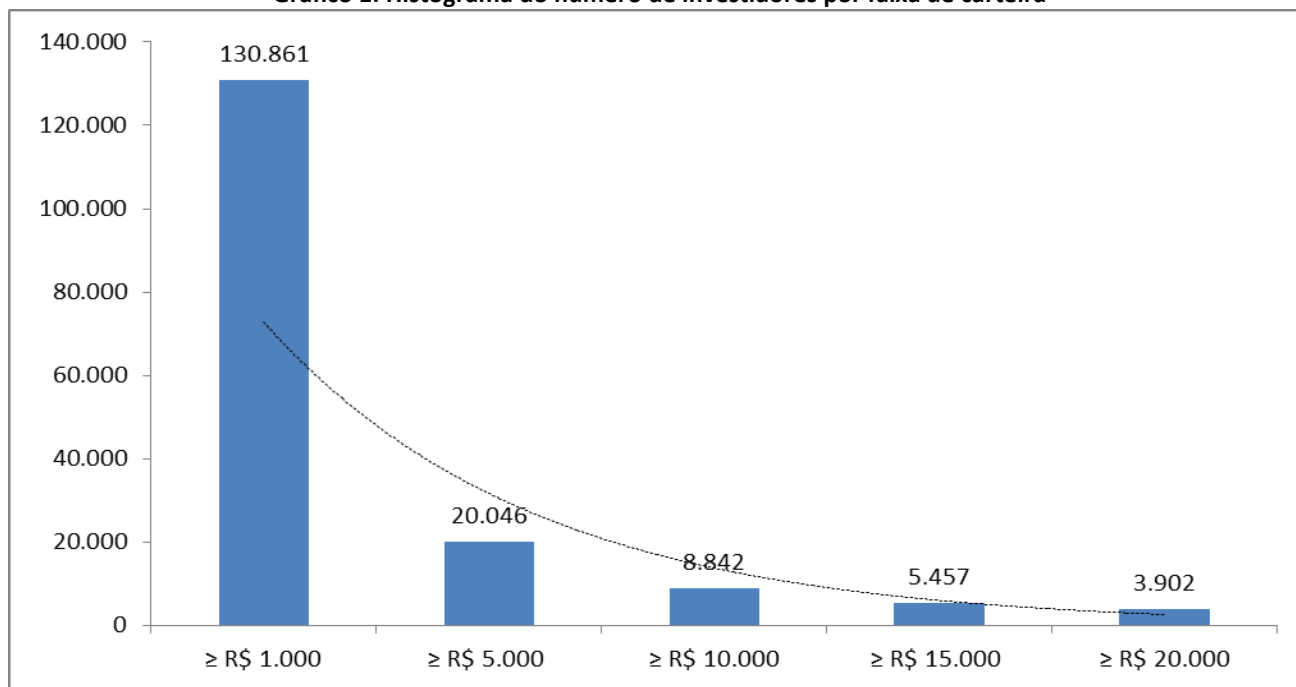
Para verificarmos o tamanho desta restrição sobre a oferta – e, conseqüentemente, da liquidez – de produtos, elaboramos uma pesquisa com as instituições associadas à ANBIMA. Para tanto, solicitamos que os participantes nos informassem a quantidade de clientes por faixa de investimentos financeiros que suas respectivas instituições possuíam: abaixo de R\$ 300 mil, entre R\$ 300 e 500 mil, entre R\$ 500 e 700 mil, entre R\$ 700 mil e 1 milhão, entre R\$ 1 milhão e 5 milhões, entre R\$ 5 milhões e 10 milhões, entre R\$ 10 milhões e 15 milhões, entre R\$ 15 milhões e 20 milhões e acima de R\$ 20 milhões. É importante ressaltar que não foram levados em conta investimentos que os clientes possuem fora da instituição informante e também não foi excluída a dupla contagem de um investidor que possui investimento em mais de uma instituição.

No total, 10 instituições participaram da pesquisa. Esta amostra corresponde a cerca de 80% do patrimônio e do número de clientes utilizados como referência nas estatísticas da ANBIMA para o segmento de Private Banking e de Varejo. Portanto, assumimos que a amostra é representativa da população.

Verificamos nesse levantamento que, atualmente, aproximadamente 131 mil investidores possuem investimentos financeiros que superam o valor de R\$ 1 milhão e, assim, poderiam realizar investimentos nos produtos atualmente dedicados para os investidores “superqualificados”. Com a eliminação dos *tickets* mínimos e a criação da figura do investidor profissional, tais produtos seriam elegíveis apenas para investidores que possuem, no mínimo, R\$ 20 milhões em investimentos financeiros. Isto representaria, segundo nosso levantamento, 3,9 mil investidores, ou seja, apenas 2,6% da base de investidores “superqualificados”.

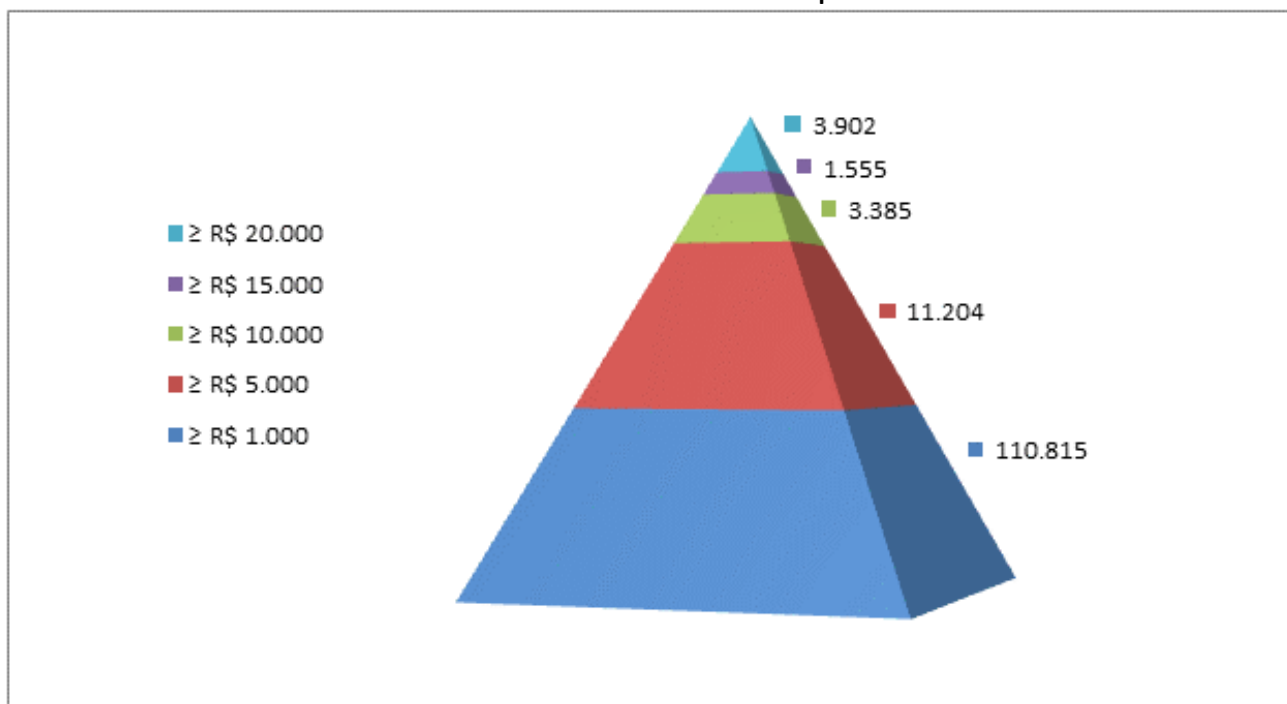
⁴ O mesmo vale para investidores qualificados, i.e., aqueles com pelo menos R\$ 1 milhão em investimentos financeiros.

Gráfico 1: Histograma do número de investidores por faixa de carteira



Fonte/Elaboração: ANBIMA

Gráfico 2: Pirâmide com número de investidores por faixa de carteira



Fonte/Elaboração: ANBIMA

Portanto o valor proposto para o investidor profissional impacta de forma drástica o tamanho do público elegível para produtos destinados aos investidores “superqualificados”. É também reconhecido que o número pode não ser representativo daqueles investidores que se dedicam essencialmente à gestão de seus portfólios financeiros ou acessam prestadores de serviços especializados: ambas as situações acabam se verificando no caso de investidores com valores bem inferiores de portfólio.

Além disso, segundo a lógica apresentada no edital em relação à diversificação de portfólio, de que um ativo não pode representar mais do que 5% das aplicações financeiras de um investidor, cabe mencionar que mesmo investidores institucionais estão sujeitos a limites mais flexíveis de concentração, seja em aplicações em ativos de um mesmo emissor ou em ativos específicos – o que acaba por se confundir, dependendo da estrutura do ativo. Por exemplo, instituições financeiras devem observar, via de regra, limites de grandes exposições de 25%⁵; fundos de investimento, por sua vez, observam os limites de 20% ou 10% de concentração em emissores específicos no caso brasileiro (artigo 97 da Instrução que substituirá a Instrução CVM nº 409/04), bem como em outras situações no exterior (e.g., UCITS)⁶.

Pela nossa análise, o tamanho da amostra de investidores pessoa física ou jurídica com patrimônio financeiro de, no mínimo, R\$ 10 milhões é de apenas cerca de 9 mil investidores. Isto representa cerca de 10% do total de investidores com investimentos superiores a R\$ 1 milhão. Nesse contexto, entendemos que a redução do valor de corte para investidor profissional de R\$ 20 milhões para R\$ 10 milhões não fragiliza a preocupação dessa Autarquia em restringir o número de potenciais investidores nos produtos com menor tutela regulatória, tendo em vista a exclusão dos *tickets* mínimos.

Sendo assim, em linha com o exposto acima, propomos a redução do “corte” que definem os investidores profissionais de R\$ 20 milhões para R\$ 10 milhões de investimentos financeiros mínimos, alterando o inciso IV do Art. 9º A da Instrução CVM nº 539 e o texto do Anexo 9-A, conforme apresentado abaixo:

“Art. 9º-A São considerados investidores profissionais:

[...]

IV – pessoas naturais ou jurídicas que possuam investimentos financeiros em valor superior a ~~R\$ 20.000.000,00 (vinte milhões de reais)~~ R\$ 10.000.000,00

⁵ Supervisory framework for measuring and controlling large exposures, Standards, Basel Committee on Banking Supervision, 15/04/2014.

⁶ A teoria econômica em que se baseia a suposição também é passível de críticas, já que se baseia na moderna teoria dos portfólios. Com efeito, a diversificação em 20 ativos que a evidência empírica sugere como razoável para o portfólio ótimo, parte da assunção de diversas hipóteses consideradas vulneráveis por teóricos de correntes de pesquisa fora do *mainstream* e cuja crítica ganhou reforço em função da crise financeira internacional de 2008-9. A otimização de um portfólio pode ser considerada, inclusive, inadequada para mercados onde a ineficiência é característica. Para uma discussão sobre a ineficiência dos mercados financeiros e sua relação com as falhas de mercado, ver Stiglitz (1994). “The Role of the State in Financial Markets,” Proceedings of the World Bank Annual Conference on Development Economics 1993.

(dez milhões de reais) e que, adicionalmente, atestem por escrito sua condição de investidor profissional mediante termo próprio, de acordo com o Anexo 9-A;

“ANEXO 9-A

DECLARAÇÃO DA CONDIÇÃO DE INVESTIDOR PROFISSIONAL

[...]

Declaro, sob as penas da lei, que possuo investimentos financeiros em valor superior a ~~R\$ 20.000.000,00 (vinte milhões de reais)~~ R\$ 10.000.000,00 (dez milhões de reais).

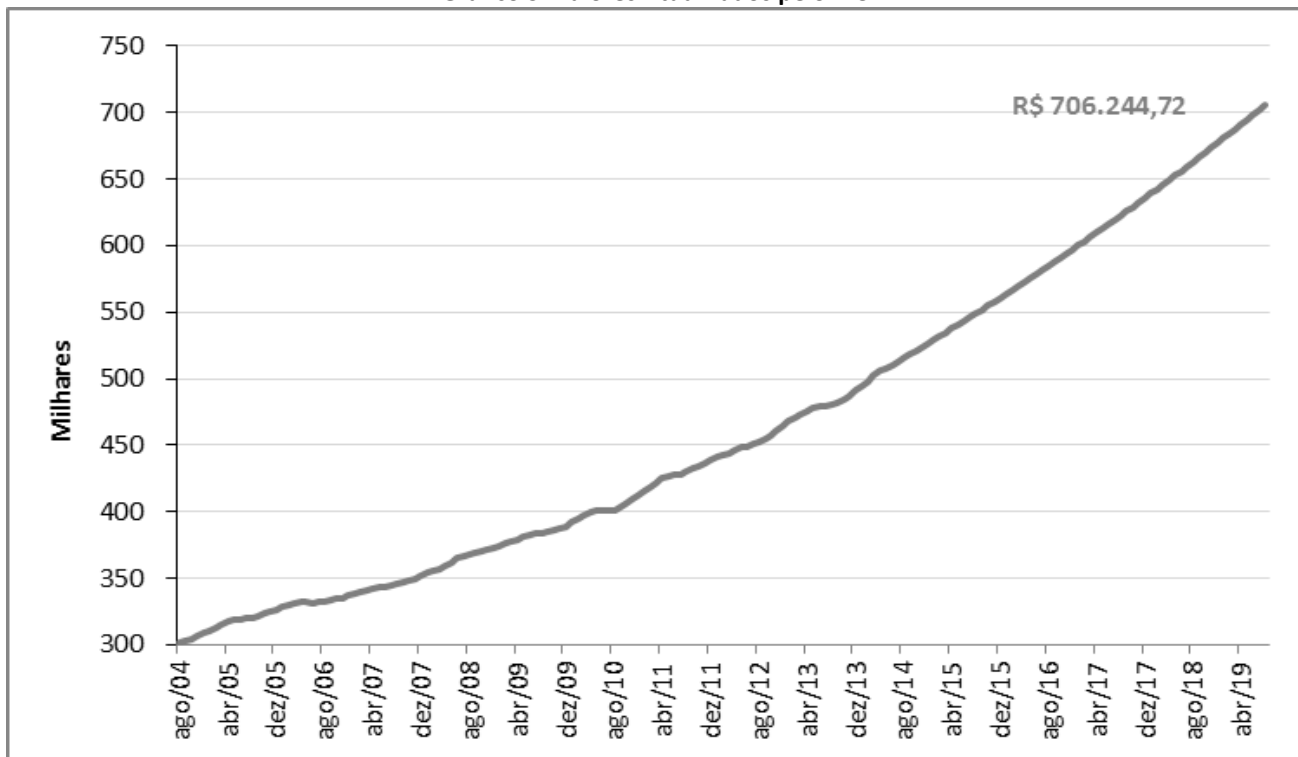
b. Definição de investidores qualificados

A minuta apresentou como investidores qualificados os investidores profissionais, as pessoas físicas e jurídicas que possuam investimentos financeiros em valor superior a R\$ 1 milhão e os regimes próprios de previdência social instituídos pelos estados, distrito federal e municípios (RPPS) que sejam reconhecidos como qualificados segundo regulamentação da Secretaria de Políticas de Previdência Social.

Entendemos que a inclusão dos investidores profissionais na lista dos clientes qualificados faz todo sentido, seguindo a lógica de “quem pode mais pode menos”. Com relação aos RPPS, considerando a necessidade de regulação específica da Secretaria de Políticas de Previdência Social, sugerimos que se estabeleça uma regra transitória, conforme será exposto a seguir. Centraremos nossa discussão, nesta seção, exclusivamente ao valor do “corte” para definição dos demais investidores qualificados apresentado na proposta de minuta do edital.

Reconhecemos a deficiência na atualização do valor mínimo requerido aos investidores qualificados que, desde a publicação da Instrução CVM nº 409, em 18 de agosto de 2004, não sofreu ajustes e entendemos ser natural que tais correções ocorram ao longo do tempo. Sendo assim, atualizamos o valor de R\$ 300 mil pelo IPCA, desde agosto de 2004, e também projetamos o valor obtido por mais cinco anos, utilizando-se o teto da meta de inflação divulgado pelo BACEN, chegando ao valor ajustado de R\$ 706.244,72.

Gráfico 3: Valores Atualizados pelo IPCA

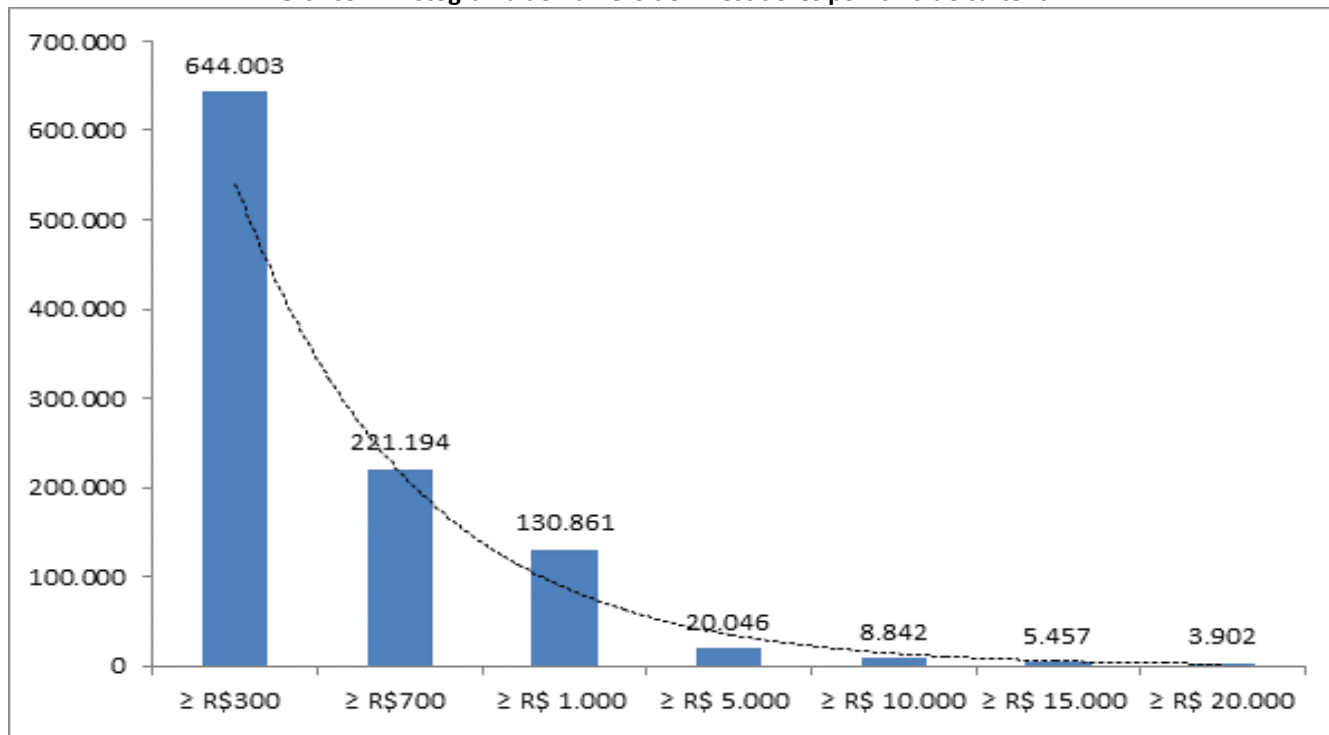


Fonte/Elaboração: ANBIMA (utilizamos a série histórica do IPCA de agosto/04 até junho/14 e para os meses posteriores consideramos o teto da meta de inflação divulgado pelo BACEN).

De acordo com o nosso levantamento, o ajuste do valor do “corte” do investidor qualificado para R\$ 1 milhão, reduziria em 80% a parcela atualmente classificada como investidor qualificado da nossa amostra. Desta forma, a proposta apresentada no edital restringe sobremaneira o público elegível para oferta de tais produtos.

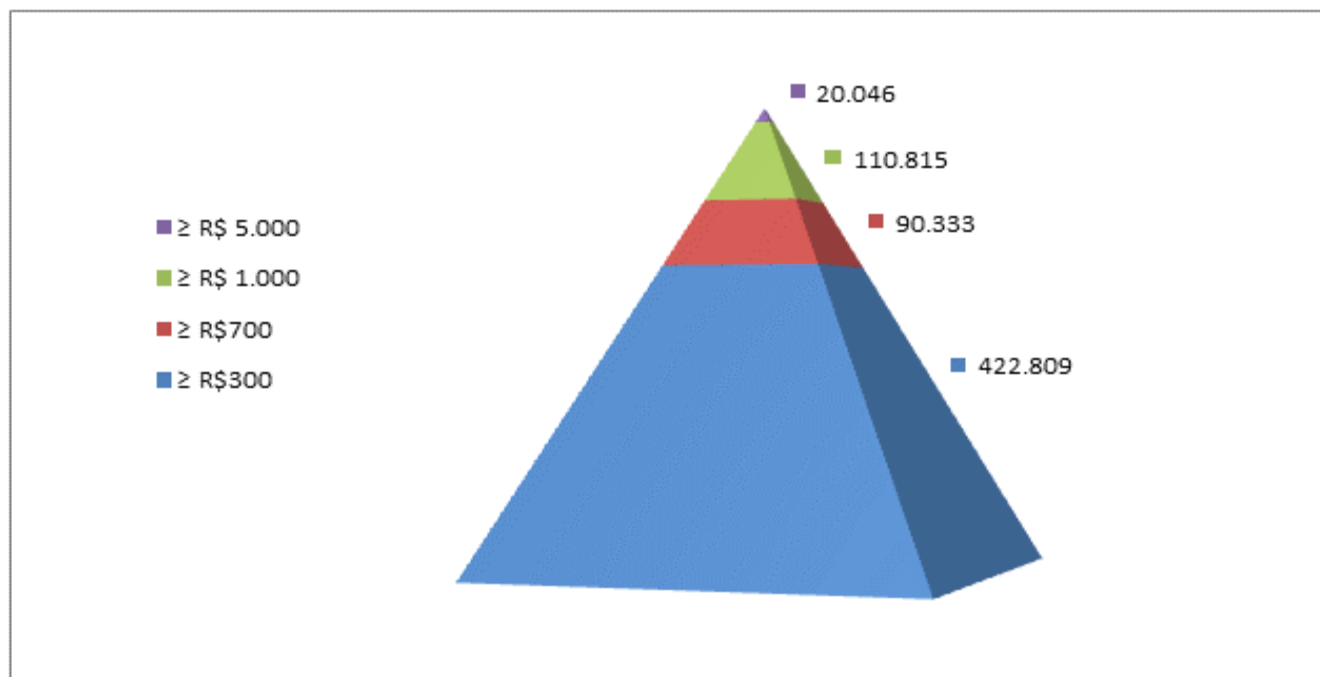
Também verificamos que o corte de R\$ 700 mil, já restringe boa parte do público dos atuais investidores qualificados. Os 644 mil investidores elegíveis pela regra atual seriam reduzidos para 221 mil investidores, que representa 34% da base atual. Assim, como na proposta anterior para investidores profissionais, entendemos que a redução do valor de corte para investidor qualificado de R\$ 1 milhão para R\$ 700 mil não fragiliza a preocupação dessa Autarquia em restringir o número de potenciais investidores nos produtos com menor tutela regulatória.

Gráfico 4: Histograma do número de investidores por faixa de carteira



Fonte/Elaboração: ANBIMA

Gráfico 5: Pirâmide com número de investidores por faixa de carteira



Fonte/Elaboração: ANBIMA

Propomos assim a redução do valor proposto para o “corte” de R\$ 1 milhão para R\$ 700 mil de investimentos financeiros mínimos, alterando o inciso II do Art.9º B da Instrução CVM nº 539 e o texto do Anexo 9 –B, conforme apresentado abaixo:

*“Art. 9º-A São considerados investidores qualificados
(...)II – pessoas naturais ou jurídicas que possuam investimentos financeiros em valor superior a ~~R\$ 1.000.000,00 (um milhão de reais)~~ R\$ 700.000,00 (setecentos mil reais) e que, adicionalmente, atestem por escrito sua condição de investidor profissional mediante termo próprio, de acordo com o Anexo 9-B;*

*“ANEXO 9-B
DECLARAÇÃO DA CONDIÇÃO DE INVESTIDOR QUALIFICADO
[...]
Declaro, sob as penas da lei, que possuo investimentos financeiros em valor superior a ~~R\$ 1.000.000,00 (um milhão de reais)~~ R\$ 700.000,00 (setecentos mil reais).”*

c. Outros tratamentos específicos

c.1. Regimes Próprios de Previdência Social (RPPS)

Com a edição da Instrução CVM 450, em 30 de março de 2007, foi alterada a Instrução CVM 409/04, sendo incluídos os regimes próprios de previdência social instituídos pela União, pelos Estados Institutos de Previdência dos Estados e Município (RPPS) no rol de investidores qualificados.

Naquela ocasião o parâmetro utilizado para a qualificação do investidor foi um atributo relacionado ao montante de recursos sob a responsabilidade ou titularidade do investidor, ou à natureza de sua atividade.

Na mesma instrução, a CVM introduziu a possibilidade de investimentos com regras menos restritivas para investidores que adquirissem produtos com limite mínimo de investimento de R\$ 1 milhão. Tal situação elevou o patamar dos limites de investimentos dos RPPS que passaram a ter uma liberdade maior para aquisição de ativos para composição de suas carteiras, ficando limitados, apenas, pelos limites e condições estabelecidos pela legislação específica para o referido público alvo.

A proposta apresentada na audiência pública restringe os RPPS à classificação de investidores qualificados somente se estes obtiverem certificação específica, ainda a ser criada, concedida pela Secretaria de Políticas de Previdência Social. Caso contrário estes serão considerados investidores “não qualificados”.

Considerando que os RPPS devem buscar nas aplicações de seus recursos uma rentabilidade, no mínimo, equivalente à sua meta atuarial que, na maioria dos casos, está definida como sendo o índice de inflação (INPC ou IPCA) + 6% a.a. e que tais investidores poderão, mesmo que por um período, perder a condição de

“qualificados”, o impacto sobre estes RPPS poderá ser muito significativo. Ao considerarmos estes investidores como “não qualificados” seus limites de investimento em ativos serão bastante reduzidos, limitando, assim, as estratégias e soluções de investimento destes, o que dificultará que tais investidores obtenham a rentabilidade suficiente para o atingimento de suas metas atuariais.

Nesse sentido solicitamos que, enquanto a norma específica não for publicada, tais investidores mantenham sua classificação atual de Investidores Qualificados.

c.2. Entidades de administração pública

Conforme regido pela Constituição Federal em seu artigo 24, compete concorrentemente à União, Estados e ao Distrito Federal legislar sobre Direito Financeiro, bem como a hipótese de exercício de competência legislativa plena ou suplementar. Inexistindo lei federal sobre normas gerais, os Estados exercerão competência legislativa plena. Ressalta-se que o exercício do direito constitucional de legislar sobre a aplicação de recursos no mercado financeiro ante a falta de norma geral para dispor sobre o assunto em nível estadual, distrital ou municipal se dá através de lei própria, votada pelo poder legislativo respectivo, atentando para a competência quanto à iniciativa do projeto de lei, bem como demais normas do processo legislativo.

Na esfera federal, a disposição sobre aplicações financeiras encontra-se disciplinada pela Medida Provisória nº 2.170-36/01 que determina que os recursos financeiros da administração indireta federal serão depositados e movimentados via conta única do Tesouro. Mais que isso, a própria MP estabelece que “a partir de 1º de janeiro de 1999, os recursos dos fundos, das autarquias e das fundações públicas federais não poderão ser aplicados no mercado financeiro”, exceto em casos autorizados pelo Ministério da Fazenda (artigo 2º).

Figura dentre estes casos excepcionais, a aplicação em fundos de investimento “extramercado”, comuns ou exclusivos, que contam com regulamentação específica sobre a aplicação de seus recursos, conforme disposto do artigo 4º da Resolução nº 3.284/05 do Conselho Monetário Nacional:

“Art. 4º Na carteira dos fundos de investimento extramercado, comuns ou exclusivos, deverão estar presentes:

I - títulos de emissão do Tesouro Nacional, em percentual não inferior a 75% (setenta e cinco por cento), adquiridos em compras sem compromisso de revenda;

II - certificados ou recibos de depósito bancário de emissão de instituição integrante do conglomerado financeiro referido no art. 2º, em percentual não superior a 25% (vinte e cinco por cento).

§ 1º Os recursos remanescentes dos fundos de investimento extramercado podem ser destinados a operações compromissadas com títulos de emissão do Tesouro Nacional, mantidos em contas de depósitos à vista ou, observado o disposto no § 2º, direcionados à realização de operações em mercados de derivativos.

§ 2º As operações em mercados de derivativos:

I - são facultadas apenas a fundo de investimento extramercado exclusivo;

II - devem ser realizadas com o objetivo precípua de minimizar os riscos associados a descasamento de prazos e de indexadores entre os ativos do fundo e os passivos do condômino; e

III - não podem ter valor nocional superior ao valor dos títulos de emissão do Tesouro Nacional integrantes da carteira do fundo.”

Em seu turno, na esfera estadual, distrital e municipal, as aplicações financeiras são regulamentadas pela Lei Complementar nº 101/00 que autoriza a aplicação das disponibilidades dos Estados e Municípios em títulos públicos federais (parágrafo 2º do artigo 35). Já os recursos oriundos de convênios são direcionados para caderneta de poupança ou fundo de investimento de curto prazo ou operações de mercado aberto lastreados em títulos de dívida pública, conforme o artigo 116 da Lei nº 8.666/93⁷.

Disso se concluiu que as aplicações dos entes públicos, incluídas a administração direta e indireta, possuem regras claras e rígidas sobre a aplicação de seus recursos e caso queiram criar regulamentação própria devem submeter-se a todo o rito legislativo local, bem como não podem entrar em desacordo com os normativos superiores. Assim sendo, devemos reconhecer as particularidades do nosso regime, isto é: as restrições legais de aplicação das disponibilidades dos entes governamentais; a possibilidade de responsabilização dos agentes públicos no caso de aplicação dos recursos de forma inadequada; e a responsabilidade solidária da instituição financeira em ofertar produtos em desacordo com a normatização pertinente.

Nesse contexto, entendemos ser dispensável a exigência do processo *suitability* para esse público. Isso não exclui outras responsabilidades dos intermediários, como proceder em linha com as normas de conduta estabelecidas na regulação, mas tão somente o dever estabelecido na Instrução nº 539/13, circunscrito a uma esfera de ativos – valores mobiliários – cuja aquisição é restrita por estas entidades. Assim, segue sugestão de ajuste para o texto do artigo 9º da Minuta ora em análise:

“Art. 9º A obrigatoriedade de verificar a adequação do produto, serviço ou operação não se aplica quando:

[...]

III – o cliente for pessoa jurídica de direito público.”

⁷ Conforme disposto no parágrafo 4º do artigo 116 da referida lei: “Os saldos de convênio, enquanto não utilizados, serão obrigatoriamente aplicados em cadernetas de poupança de instituição financeira oficial se a previsão de seu uso for igual ou superior a um mês, ou em fundo de aplicação financeira de curto prazo ou operação de mercado aberto lastreada em títulos da dívida pública, quando a utilização dos mesmos verificar-se em prazos menores que um mês.”

c.3. Clubes de Investimento geridos por instituições autorizadas a exercer a atividade de administrador de carteira de valores mobiliários pela CVM

Similarmente aos fundos de investimento, já incluídos no rol de investidores profissionais, no caso dos clubes de investimento que, nos termos dos incisos I e II do art. 19 da Instrução CVM 494, sejam geridos por administradores de carteira profissionais autorizados a exercer tal atividade pela CVM, as decisões de investimento são exercidas por administrador de carteira de valores mobiliários registrado na CVM, o qual deve ter profundo conhecimento do mercado de capitais e atuar no melhor interesse dos cotistas. Desse modo, parece-nos que seria natural e equânime a inclusão desses clubes no rol de investidores profissionais previstos na regulamentação.

Sendo assim, segue sugestão de ajuste no texto do artigo 9º-A da Minuta ora em análise:

Art. 9º-A São considerados investidores profissionais:

[Novo inciso] - clubes de investimento, desde que geridos, nos termos da regulamentação que lhes é aplicável, por pessoas autorizadas a exercer a atividade de administrador de carteira de valores mobiliários pela CVM;

2. Alteradora da Instrução CVM nº 476/09

A Minuta em audiência pública propõe que a negociação nos mercados primário e secundário dos valores mobiliários ofertados ao amparo da Instrução CVM nº 476/09 seja restrita a investidores profissionais, conforme critérios definidos em regulamentação específica, a ser expedida após o prazo de análise da CVM.

Atualmente, a subscrição no mercado primário está sujeita a *ticket* mínimo de R\$ 1 milhão, o que restringe a oferta pública com esforços restritos aos investidores ditos “superqualificados”. A proposta do Edital visa manter a restrição da oferta primária a este público selecionado, de maior sofisticação, o que encontra respaldo dos participantes de mercado.

Com efeito, este investidor profissional possui um grau de conhecimento sobre os mercados financeiro e de capitais que o coloca em posição destacada e com capacidade para melhor avaliação e precificação de ofertas primárias com esforços restritos de valores mobiliários.

No caso dos mercados secundários, por sua vez, a negociação dos referidos ativos não conta, atualmente, com regulamentação que determine valor mínimo, o que possibilita a participação dos agentes neste mercado. A norma vigente impõe apenas que o valor mobiliário ofertado publicamente por meio da Instrução CVM nº 476 seja negociado tendo os atuais investidores “qualificados” como contrapartes das operações.

Essa estrutura de acesso diferenciada aos mercados primário e secundário existe em função dos diferentes papéis desempenhados pelos distintos grupos de investidores nessas ofertas. Num primeiro momento, os investidores “superqualificados” são responsáveis por estabelecer uma referência de preço no mercado primário, tendo como referência as informações disponíveis à oferta e seus conhecimentos privilegiados em termos de finanças. Num momento subsequente, a negociação pelo investidor qualificado no mercado secundário é permitida, pois utiliza como base o preço estabelecido inicialmente no mercado primário, sendo responsável por oferecer – ao menos potencialmente – liquidez aos ativos em questão.

Ou seja, após fixadas condições de preço dos ativos emitidos com esforços restritos pelos investidores “superqualificados”, a negociação por investidores qualificados contribuiu para ampliar a liquidez dos mercados secundários.

No item 3 do Edital de Audiência Pública, a CVM questiona o mercado sobre qual melhor opção seria aplicável à restrição para a negociação no mercado secundário. A ANBIMA analisou as três opções e entende que a melhor solução seria manter uma opção que seja compatível com a prática já utilizada pelo mercado, qual seja, restringir o mercado primário aos investidores profissionais e o secundário aos investidores qualificados.

Com a alteração de critério proposto pela minuta para o investidor qualificado, compreendendo o aumento do corte mínimo dos valores de investimentos financeiros de R\$ 300 mil para R\$ 700 mil (proposta da ANBIMA), entendemos que já haverá um impacto para as negociações destes ativos nos mercados secundários. Restringir o mercado secundário apenas aos investidores profissionais, conforme sugerido na audiência pública, poderá ir contra um dos objetivos declarados da CVM com a edição do aprimoramento da presente norma, pois gera redução da liquidez dos mercados secundários destes valores mobiliários.

A modificação aqui sugerida adiciona, ao menos potencialmente, mais de 200 mil investidores ao mercado secundário destes ativos, de acordo com os dados mencionados nas seções 1.a e 1.b deste Ofício, implicando maior dispersão dos negócios e com efeitos potencialmente positivos sobre a liquidez dos ativos.

Vale registrar que, de janeiro a abril de 2014, 88% do volume das ofertas no mercado de renda fixa (debêntures, notas promissórias, FIDC e CRI) foram realizadas com esforços restritos. Também podemos observar essa relevância nos últimos três anos, nos quais as porcentagens estão em torno de 80% das emissões. Já no primeiro ano da edição da norma, quase 50% das ofertas utilizaram esse processo para captação de recursos. Essa porcentagem aparece novamente para as debêntures, que possuem 80% das suas emissões realizadas via Instrução nº 476, desde 2009.

Em quantidade, foram realizadas 2.423 emissões de renda fixa, sendo que 1.993 – 82,3 % do total – por meio da Instrução CVM nº 476. Além disso, o mercado de emissões com esforços restritos aumentou três vezes mais, enquanto as ofertas registradas obtiveram um decréscimo de quase uma vez, de 114 emissões em 2009 para 37 no fechamento de 2013, já as ofertas com esforços restritos saíram de um patamar de 138 ofertas em 2009 para 555 em 2013.

Por fim, cabe mencionar que diversos dos ativos que contam, atualmente, com incentivos tributários através da Lei nº 12.431/11 foram emitidos com esforços restritos, seguindo os padrões de conformação do mercado brasileiro destacados nos dois parágrafos anteriores. A limitação da aquisição desses ativos, inclusive no mercado secundário, a investidores profissionais também contraria os objetivos da referida Lei, qual seja, viabilizar o financiamento de projetos de infraestrutura levados a cabo no país.

Apresentadas as considerações acima, sugerimos as seguintes alterações na minuta de instrução:

“Os arts. 2º, 3º e 15 da Instrução CVM nº 476, de 16 de janeiro de 2009, passam a vigorar com a seguinte redação:

Art. 2º As ofertas públicas distribuídas com esforços restritos deverão ser destinadas exclusivamente a investidores profissionais, conforme definido em regulamentação específica, e intermediadas por integrantes do sistema de distribuição de valores mobiliários”

“Art. 3º

[...]

I – será permitida a procura de, no máximo, 50 (cinquenta) investidores profissionais, conforme definido em regulamentação específica; e

II – os valores mobiliários ofertados deverão ser subscritos ou adquiridos por, no máximo, [●] ([●]) investidores profissionais.” (NR)

*“Art. 15. Os valores mobiliários ofertados nos termos desta Instrução só poderão ser negociados entre investidores **profissionais** qualificados, conforme definido em regulamentação específica.” (NR)*

3. Alteradora da Instrução CVM nº 356/01

Tendo em vista a proposta de alteração da Instrução nº 476, da CVM, descrita na seção anterior, faz-se necessário o ajuste no artigo 40-A, § 4º, inciso II, da minuta da Instrução nº 356 em audiência pública, que regulamenta a constituição e o funcionamento de fundos de investimento em direitos creditórios (FIDC). Com a possibilidade de negociação de valores mobiliários emitidos com esforços restritos entre investidores profissionais e qualificados, a regra de FIDC necessita de um alinhamento para prever a negociação no mercado secundário destes ativos também entre investidores qualificados.

“Art. 40-A. O fundo poderá adquirir direitos creditórios, observada a vedação de que trata o § 2º do art. 39, e outros ativos de um mesmo devedor, ou de coobrigação de uma mesma pessoa ou entidade, no limite de 20% (vinte por cento) de seu patrimônio líquido.

[...]

§ 4º Relativamente às sociedades empresariais responsáveis por mais de 20% (vinte por cento) dos direitos dos direitos creditórios que integrem o patrimônio do fundo, serão dispensados o arquivamento na CVM e a elaboração de

demonstrações financeiras na forma prevista na alínea “c” do inciso I do §1º deste artigo, desde que as cotas do fundo:

I – sejam objeto de oferta pública de distribuição que tenha como público destinatário exclusivamente sociedades integrantes do mesmo grupo econômico, e seus respectivos administradores e acionistas controladores, sendo vedada a negociação das cotas no mercado secundário; ou

II – sejam objeto de oferta pública destinada à subscrição por não mais de 50 (cinquenta) investidores profissionais, devendo ser negociadas no mercado secundário exclusivamente entre investidores ~~profissionais~~ qualificados.”

4. Prazo de entrada em vigor da norma

A alteração dos valores de referência para a classificação dos investidores na nova categoria “profissional” e na categoria “qualificado” exigirá, inevitavelmente, um processo de adaptação das instituições. Em primeiro lugar, exigirá um levantamento da atual base de clientes “qualificados” e “superqualificados” e a determinação de seu enquadramento – ou não – nas novas categorias. Uma segunda fase diz respeito à coleta dos novos termos e assinaturas, entre outros procedimentos necessários.

Em paralelo, é necessário ajustar os sistemas internos de cada instituição às novas categorias e prever a setorização e segmentação dos ativos passíveis de oferta e negociação pelos investidores.

Esta adaptação, portanto, não será automática e ocorrerá num momento em que os esforços de adequação às regras de verificação da adequação dos produtos e serviços ao perfil dos clientes, também previstas na Instrução CVM nº 539, já começaram a ser implantadas e precisarão ser revistos.

Nesse contexto, solicitamos a fixação de um prazo de, pelo menos, seis meses, a partir da publicação da norma, para que as instituições possam se adaptar adequadamente às novas regras propostas no edital.

5. Considerações adicionais

Especificamente, com relação ao art. 54 da Instrução CVM 472 (fundos de investimento imobiliário), com a redação sugerida pela Minuta em audiência pública, embora, em essência, mantenha-se a regra hoje prevista no §1º do atual art. 54 da Instrução, gostaríamos de discutir o teor dessa disposição no contexto da aguardada reforma mais ampla da regulamentação dessa modalidade de fundos, com o objetivo de (i) avaliar a eventual necessidade de atualização, revisão e alinhamento da disposição com a divisão de responsabilidades entre os prestadores de serviços relacionados a fundos de investimento de outras modalidades; e (ii) assegurar que a redação, especialmente do novo inciso I do art. 54, não possa ser

interpretada como exigência de obtenção de nova declaração de qualificação do investidor a cada subscrição (ou, no caso do inciso II, negociação) de cotas de fundos de investimento imobiliário pelos investidores. De qualquer modo, conforme mencionado, entendemos que o tema específico pode ser discutido de forma mais apropriada por ocasião da reforma da Instrução CVM 472.

6. Considerações Finais

A reformulação das regras de qualificação do investidor, bem como a implantação da norma de *suitability*, ambas dispostas na Instrução CVM nº 539, são temas de grande relevância para nossos associados e envolvem praticamente todos os segmentos do mercado representados pela ANBIMA.

Sem dúvida, trazem uma evolução importante para o mercado brasileiro, estabelecendo um foco maior no cliente e não somente no produto. Contudo, envolvem alterações relevantes nas estruturas das instituições, além de uma importante mudança cultural do mercado que deverá ocorrer ao longo dos próximos anos.

Neste sentido, contamos com o diálogo contínuo com a CVM para que tal processo ocorra de forma consistente e segura, ajudando a promover cada vez mais o desenvolvimento do nosso mercado de capitais.

Sendo o que se apresenta para o momento, aproveitamos o ensejo para reiterarmos nossos votos de alta estima e consideração.

Atenciosamente,

ORIGINAL ASSINADO POR:

Carlos Massaru Takahashi
Vice-Presidente da ANBIMA

Richard Ziliotto
Diretor da ANBIMA