

Rio de Janeiro, 13 de setembro de 2019

À

**Superintendência de Desenvolvimento de Mercado da Comissão de Valores Mobiliários ("CVM")**

([audpublicaSDM0419@cvm.gov.br](mailto:audpublicaSDM0419@cvm.gov.br))

Rua Sete de Setembro, 111, 23º andar, Centro  
Rio de Janeiro/RJ - CEP 20040-901

**Ref.: Audiência Pública SDM Nº 04/19 sobre as alterações no regime das ofertas públicas de distribuição de Certificados de Operações Estruturadas ("COE"), de Letra Financeira - ("LF") e de Letra Imobiliária Garantida ("LIG") realizadas com dispensa de registro.**

Ilustríssimo Senhor Superintendente,

Com base no Edital de Audiência Pública SDM nº 04/19 ("**Edital**"), que dispõe sobre a proposta de alterações no regime das ofertas públicas de distribuição de COE, de LF e de LIG realizadas com dispensa de registro, vimos submeter a esta Comissão nossas perspectivas e recomendações sobre as propostas do Edital.

Para fins de organização do presente documento, apresentamos, em resposta formal aos itens mencionados, a formulação da estrutura de análise de cada item de forma independente.

Sendo o que nos cumpria para o momento, permanecemos à sua inteira disposição para prestarmos quaisquer esclarecimentos que se façam necessários.

Atenciosamente,

  
**LEONARDO COTTA PEREIRA**

  
**IHURY DARMONT**

<b>Audiência Pública SDM nº 04/19</b>
---------------------------------------

**1. CONTEXTO****1.1. Dispensa de registro das ofertas públicas de distribuição de LF e de LIG.**

A proposta principal desta Autarquia Federal é no sentido de introduzir o regime de dispensa de registro de ofertas públicas de distribuição do COE – regulado pela Instrução CVM nº569, de 14 de outubro de 2015 (**ICVM nº 569/15**) às LF e LIG.

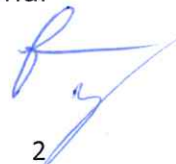
Com efeito, compreende-se a legitimidade da proposta e a necessária reflexão de sensibilidade inerente ao paradoxo entre a proteção ao mercado e a eficiência e estímulo dos mecanismos de financiamento, na medida em que tanto a LF quanto a LIG são títulos de crédito de grande importância como estruturas de *funding*.

A LF é um mecanismo de captação de investimentos para as instituições financeiras e a LIG para o setor imobiliário. Ambas possuem regulação predominante pelo Conselho Monetário Nacional e o Banco Central do Brasil e compartilham a maioria do rol de agentes emissores, sendo emissores destes títulos, em geral, as instituições financeiras e equiparadas nos moldes do artigo 2º, da Resolução CMN nº 4.733, de 27 de junho de 2019 à LF e artigo 2º, da Resolução CMN nº 4.598, de 29 de agosto de 2017 à LIG, ambas do Conselho Monetário Nacional (**CMN**).

Respectivamente, ressalta-se que a LF, até então, pode ter sua distribuição pública dispensada de registro por força do Programa de Distribuição Contínua (**PDC**), o qual permite que o emissor previamente registrado junto à CVM possa continuamente realizar ofertas públicas de distribuição de forma automática, com o consequente aumento da flexibilidade desta estrutura de capitalização.

Neste sentido, conforme a própria exposição da CVM no edital desta audiência pública, percebe-se que mesmo após as alterações normativas realizadas por meio da edição da Instrução CVM nº 564, em 3 de fevereiro de 2014 – com o objetivo de desburocratização e estímulo ao PDC – o mercado não vem aceitando o referido programa, pois não houve solicitações de registro à CVM até o presente momento.

Assim, uma crítica antiga do mercado é no sentido da burocracia inerente ao atual regime do PDC, o que torna necessária a extinção do instituto mediante a substituição do mesmo pelo regime de ofertas públicas de distribuição do COE, estabelecido na ICVM 569/15, por ser mais compatível com a dinâmica operacional da emissão deste título.



De fato, a LF é um ativo que busca satisfazer uma estrutura de *funding* mais dinâmica ao emissor e com maior potencial de arrecadação. Além disso, levando em conta as diferenças dos elementos financeiros do título, resta claro que o PDC não atingiu os objetivos pretendidos, sendo a substituição pelo mesmo regime aplicado ao COE o mais adequado às necessidades do mercado.

Não obstante, o mesmo raciocínio ora empreendido para a LF, também deve ser empreendido para a LIG, na medida em que estamos igualmente tratando de uma estrutura de *funding* que exige flexibilidade e almeja grande volume de captação, sendo também emitida por instituições financeiras.

Ademais, a LIG é a versão brasileira de um dos ativos mais utilizados para o fomento do setor imobiliário no mundo, com paridade aos *covered bonds* ("**CB**") e pelo atual cenário político-econômico de estímulo ao respectivo setor, principalmente pelo Governo Federal, entende-se que a mencionada alteração de regime geraria maior oferta de financiamento ao mercado imobiliário.

Isto posto, manifesta-se positivamente à sugestão da aplicação do regime de oferta pública de distribuição do COE à LF e à LIG, com o entendimento de que se trata de medida de estímulo ao mercado e redução do custo regulatório, com a consequente desoneração da cadeia de investimentos e repasse do benefício aos investidores.

### **1.2. LF autorizada a compor Patrimônio de Referência das Instituições Financeiras.**

Um ponto de destaque abordado por esta Autarquia Federal é no sentido da atenção especial ao caso da LF com cláusula de subordinação para composição do patrimônio de referência ("**PR**") das instituições financeiras, regulada pela Resolução CMN nº 4.123, de 23 de agosto de 2012.

Neste sentido, atualmente quando as LFs são utilizadas para composição de PR, inexistente obrigação de atendimento a certos dispositivos da Resolução CMN nº 4.192, de 1º de março de 2013. Assim, nestes casos: **(i)** em caso de resgate ou a recompra da LF, ainda que realizado indiretamente por intermédio de entidade integrante do próprio conglomerado ou por entidade não financeira controlada, não está condicionado à autorização do Banco Central do Brasil; e **(ii)** a previsão contratual do exercício da opção de recompra ou resgate da LF, na data do exercício, não está condicionada à autorização do Banco Central do Brasil nem do intervalo mínimo de cinco anos entre a data de emissão e a primeira data de opção de recompra ou resgate.

Sendo assim, tendo em vista a especificidade da LF para composição de PR e a relevância deste caso para a regulação do risco sistêmico no setor financeiro, entende-se que a possibilidade de conversão da LF em ações da instituição emitente – considerando a aplicação da dispensa de registro da oferta pública de distribuição da LF – não seria recomendável, tendo em vista o risco de descumprimento e falta de fiscalização dos requisitos de conversibilidade, mormente no que cabe ao atendimento pela instituição emissora da obrigação de obter todas as autorizações internas necessárias para a emissão do instrumento e das ações a serem utilizadas na conversão.

Hodiernamente, o cenário societário das instituições financeiras de grande porte, ainda carece muito de adequação e fiscalização interna para que seja permitida a mencionada sugestão, sem que haja relevante risco aos investidores pelo descumprimento ou quaisquer irregularidades nos procedimentos de controle interno destas instituições. Assim, a dispensa de registro nestes casos pode favorecer um ambiente de prejuízo ao investidor, na medida em que este não possui ferramentas aptas, por si só, à fiscalização correta destas obrigações, ficando refém de buscar medidas de reparação quando identificadas as irregularidades pelos órgãos e entidades de controle *a posteriori*.

Isto posto, manifesta-se negativamente à sugestão da aplicação do regime de oferta pública de distribuição do COE à LF utilizada para composição de PR, pelo entendimento de que, por mais que se trate de medida que no curto prazo reduzirá o custo regulatório, o risco de irregularidades acaba sobrepujando tal perspectiva, levando o custo regulatório no médio e longo prazo a ser maior, com a consequente oneração da cadeia de investimento, repasse da externalidade negativa aos investidores e risco sistêmico.

### **1.3. Documento de Informações Essenciais da LIG**

Outro ponto de destaque realizado por esta Autarquia Federal é no sentido de buscar sugestões acerca da melhor maneira de garantir que o Documento de Informações Essenciais da LIG ("**DIE-LIG**") seja transmitido aos potenciais investidores, antes das respectivas decisões de investimento, com a informação clara e objetiva acerca da possibilidade de diferimento do pagamento da LIG em caso de Regime Especial de Amortização por força da eventual insolvência da instituição emissora, que em tal cenário, mesmo com as garantias da LIG, não consegue realizar o pagamento do valor principal do título.

A LIG por ter uma estrutura jurídica semelhante a uma securitização, acaba por conferir aparente garantia ao investidor de que o risco na aquisição do

investimento é baixo, uma vez que a instituição emissora responde integralmente pelo adimplemento das obrigações pecuniárias da LIG, independentemente da suficiência da carteira de ativos, bem como pelo *cover pool*, que protege o investidor da confusão patrimonial efetiva entre os ativos da instituição emissora e os direitos creditórios e demais ativos da carteira de ativos da LIG e a adoção do regime fiduciário de patrimônio de afetação.

Com efeito, trata-se de um título que apresenta uma segurança jurídica em termos de exequibilidade do crédito bem significativa e, assim, a hipótese de diferimento do pagamento da LIG em caso de Regime Especial de Amortização por força da eventual insolvência da instituição emissora, que em tal cenário, mesmo com as garantias da LIG, não consegue realizar o pagamento do valor principal da LIG, apresenta um ponto de necessária sensibilidade à proteção da decisão informada e refletida do investidor.

Dessa forma, sugere-se que a informação que deve constar do Termo de Emissão da LIG prevendo tal hipótese de forma expressa e destacada no capítulo geralmente denominado como "Regime Especial de Amortização", também deve ser reproduzido de forma clara e objetiva no DIE-LIG na parte de "Fatores de Risco", por ser uma posição destacada no DIE-LIG e que beneficiará o dever de transparência aos investidores.

#### **1.4. Documento de Informações Essenciais do COE**

Por fim, esta Autarquia Federal requer sugestões acerca da inclusão no Documento de Informações Essenciais do COE ("**DIE-COE**") dos seguintes aspectos: **(i)** *histórico de performance real dos COEs emitidos por determinado emissor; (ii) perda financeira real da eventual devolução do "capital garantido", considerado o valor do dinheiro no tempo, quando couber; (iii) descrição do perfil de ativos que compõem o COE, a correlação existente entre eles, bem como a performance histórica teórica no mercado dessa combinação de ativos; e (iv) o valor da remuneração unitária que os intermediários receberão, quando for o caso, para distribuição dos títulos no mercado.*

Sendo assim, com base na prática de mercado com a utilização do COE, entende-se que os itens "i", "ii" e "iv" são positivos ao mercado, não gerando ônus desarrazoados às instituições emissoras do COE e melhorando a qualidade informacional ao investidor. Contudo, o item "iii" representa, a nosso ver, preocupação pela percepção de que tais exigências podem vir a onerar de forma desproporcional as instituições emissoras, sendo que tal custo claramente será repassado ao investidor, sem, em nossa opinião, necessidade.

Neste sentido, o item "iii" estabelece a obrigação de descrição do perfil de ativos que compõem o COE, a correlação existente entre eles, bem como a performance

histórica teórica no mercado dessa combinação de ativos. De fato, não há qualquer oposição pelo estabelecimento no DIE-COE da descrição do perfil de ativos que compõe o COE, pelo contrário, recomenda-se a adoção de tal obrigação como medida de eficiência.

Contudo, a imposição de obrigação acerca de informação de nível de correlação dos ativos e da performance histórica teórica no mercado da aludida combinação acarreta em um nível de análise desproporcional à instituição emissora, que teria que incorporar custos relevantes à atividade que, ao nosso ver, não possuem qualquer necessidade, na medida em que a análise de correlação deve ser um cuidado do próprio investidor que acessa um COE, considerando o tipo de investimento, que por sua própria natureza, exige certo nível de sofisticação e assunção de risco pelo investidor, além da própria descrição do perfil e natureza dos ativos investidos.

Isto posto, recomenda-se pela adoção integral dos itens "i" "ii" e "iv" e parcial do item "iii" ao DIE-COE, como forma de aprimoramento do ambiente de investimento e manutenção equilibrada da relação entre as instituições emissoras e os investidores.

Sendo o que nos cumpria para o momento, permanecemos à sua inteira disposição para prestar quaisquer esclarecimentos que se façam necessários.

Atenciosamente,



**LEONARDO COTTA PEREIRA**



**IHURY DARMONT**