

**ASSUNTO: FUNDOS DE INVESTIMENTO EM DIREITOS CREDITÓRIOS VINCULADO AO PROGRAMA DE INCENTIVO À IMPLEMENTAÇÃO DE PROJETOS SOCIAIS (PIPS)**

**INTERESSADA: CAIXA ECONÔMICA FEDERAL**

**RELATOR: DIRETOR WLADIMIR CASTELO BRANCO CASTRO**

**RELATÓRIO**

Senhores Membros do Colegiado:

1. Trata-se de consulta em que a Caixa Econômica Federal - CEF, conforme termos do Ofício 896/VITER, de 16/09/2003 (fls. 04/10), solicita *"uma deliberação positiva quanto à regulação paralela e específica para a constituição de Fundos de Investimentos em Direitos Creditórios vinculado ao PIPS, para que o mesmo possa vir a receber, também, aplicações de investidores não qualificados e, conseqüentemente, seja reduzido, ou mesmo eliminado, o valor mínimo para a realização das aplicações, seguindo, de resto, as demais regras de aplicação mantidas pela instrução"* (fls 08).

2. No aludido ofício, a CEF tece considerações a respeito da Medida Provisória 122/03, convertida na Lei nº 10.735/03 <sup>(1)</sup>, com a finalidade de implementar a constituição de projetos sociais estruturados nas áreas de desenvolvimento urbano e infra-estrutura, com a participação dos setores público e privado por intermédio de Fundos de Investimento em Direitos Creditórios ou Fundos de Investimento Imobiliário.

3. Segundo a Caixa Econômica Federal, *dentro dos estudos iniciais que tendem a viabilizar a implementação do FIDC nos moldes e procedimentos permitidos pela Lei 10.735/03, tende-se para a estruturação duma carteira composta por recebíveis consubstanciados em contratos de financiamentos originados da comercialização de unidades do Projeto*

4. A CEF enumera as principais características dos recebíveis que integrarão a carteira do Fundo:

- i. pagamento mensal de amortização e juros;
- ii. ativos com visibilidade em outras economias (*mortgage market*), muito utilizados no mercado americano como instrumento de poupança;
- iii. hipótese única de substituição do recebível: apenas em caso de inadimplência, quando, após a retomada do imóvel, será constituído novo recebível, nas mesmas condições;
- iv. os contratos de financiamento imobiliário serão regidos pela Lei 9.514/97, contando com garantia, o que reflete diretamente no aumento substancial da garantia do recebível e, por conseqüente, do investidor adquirente das cotas.

5. É ressaltado, ainda, o fato de que *recentemente o Conselho Monetário Nacional, através da Resolução 3112/03, facultou às instituições financeiras integrantes do SBPE, cumprir o direcionamento básico dos recursos de depósitos em poupança através de aplicação em cotas de Fundos de Investimento em Direitos Creditórios, fato este que fomentará o mercado secundário de cotas, traduzindo-se, dessa forma, em mais um elemento de segurança aos investidores, em decorrência do fomento às negociações no mercado secundário*; Como se vê, vários processos foram formatados de modo a minimizar quaisquer riscos para o investidor.

6. Em seguida, a CEF enumera características dos recebíveis que visam minimizar riscos para o investidor, dentre eles desconto da prestação do financiamento em folha de pagamento do mutuário, reduzindo o risco de eventual inadimplência.

7. É salientado também que muitos outros ativos atualmente dirigidos ao público, notadamente ao pequeno investidor, não alcançam o mesmo nível de governança e visibilidade que a proposta do pretendido fundo e que *vários são os investimentos hoje disponíveis ao público em geral, não sendo a questão "risco" o dificultador para que o pequeno investidor participasse do FIDC-PIPS, se lhe é estimulado a participar de outros investimentos tão ou mais propensos a riscos.*

8. Entende a Consultente que *"a eventual restrição do público investidor nessa modalidade de Fundo de Investimento resulta na restrição do próprio potencial de crescimento do produto, que poderia ser oferecido ao investidor que deseja uma alternativa a poupança de longo prazo, ou o acesso ao mercado secundário organizado, ao tempo em que contribui para a causa social, sem perder rentabilidade"* (fls 07).

9. A CEF teceu, ainda, considerações relativos à comparação entre o Fundo Imobiliário e o Fundo de Recebíveis que, no entendimento da CEF, apresenta as seguintes vantagens:

- i – facilidade no processo de constituição/aprovação do produto;
- ii- a redução do custo de estruturação (por exemplo, no caso de fundo imobiliário, existe a formalidade do registro da transferência do bem para o fundo, enquanto que no FIDC será transferido o contrato com seus acessórios que não implicam na transferência definitiva do bem);
- iii - impacto tributário menor (operação financeira x patrimonial);
- iv - a gama de investidores em fluxos de caixa é maior do que a de investidores em imóveis;
- v - o investidor não fica com o risco do imobilizado;
- vi - o fluxo de caixa é previamente conhecido, considerando-se alterações somente em casos de inadimplência (circunstância em que haverá nova origemação de recebível);
- vii - premissa de constituição do fundo é a existência de demanda previamente caracterizada do público tomador de crédito.

10. Por outro lado, a Interessada destaca as alterações introduzidas pela Instrução CVM nº 396/2003, especialmente a inclusão do artigo 60-A <sup>(2)</sup>, que estabelece a possibilidade de securitização de recebíveis originados do micro crédito que, consoante o conceito do PIPS, também possui um viés social.

11. Por fim, a Caixa Econômica apresenta as razões pelas quais os Fundos de Investimento em Direitos Creditórios vinculados ao PIPS merecem tratamento diferenciado:

- a. *"existe uma lógica de compartilhamento do risco, inerente ao PIPS, que inibe a abertura de fundos com recebíveis de má qualidade e, ainda, eventuais interferências políticas nocivas à operação;*
- b. *os fundos serão fechados e constituídos individualmente para cada projeto. Isso significa dizer que não existirá hipótese de constituição de fundos com recebíveis de projetos diversos, o que neutraliza o efeito contaminação (um projeto desequilibrado contaminar um projeto equilibrado);*
- c. *a única hipótese de substituição de crédito se dará pelo fator inadimplência. Neste caso, a substituição será feita por novo recebível a ser constituído no mesmo empreendimento com o mesmo perfil (prazo, taxa de juros, sistema de amortização etc);*
- d. *recebíveis com garantia real, amparado pela legislação da alienação fiduciária;*
- e. *as cotas do FIDC serão negociadas em mercado organizado;*
- f. *a subvenção econômica será levada a leilão público direcionado às instituições interessadas em financiar projetos sob égide do PIPS, o que ratifica a premissa de compartilhamento de risco;*
- g. *e, finalmente, as cotas dos fundos amparados pelo PIPS poderão ser utilizadas como cumprimento da exigibilidade do direcionamento básico da caderneta de poupança pelas instituições financeiras integrantes do SBPE" (fls. 09).*

11. Com a finalidade de complementar o Ofício 896/VITER, a Interessada encaminhou, com data de 1<sup>o</sup>/10/2003, o Ofício 0904/VITER que apresenta *"algumas considerações que renovam a importância do novo Fundo de Investimento em Direitos Creditórios, consubstanciado nas diretrizes fixadas pela Lei 10.735/03"*:

12. Segundo a CEF, *o PIPS nada mais é senão o direcionamento legal de subvenção federal para aquisição de cotas de FIDC ou FII que, por sua vez, adquirirão os recebíveis gerados, de um lado, por essa mesma subvenção e, de outro, pelo restante da distribuição de cotas.*

13. Outro aspecto que merece destaque, de acordo com a Caixa Econômica, é que o produto, nos moldes propostos, tende a contribuir *para fomentar o mercado secundário de cotas, traduzindo-se, dessa forma, como elemento de segurança e minimização do risco.*

14. É ressaltado que se encontram em fase de estudo junto ao Conselho curador do FGTS, opções de utilização de saldos das contas vinculadas de FGTS para aquisição de cotas de FIDC/FII, desde que estruturados no âmbito do PIPS, nos mesmos moldes que foi autorizada a aquisição de CRI.

15. A Interessada entende, ainda, que o Fundo apresenta as seguintes vantagens:

- todos os parceiros do projeto deverão assumir riscos: o poder público local, o setor privado (construtora / incorporadora) e a instituição financeira escolhida para constituir e administrar o fundo de investimento;
  - o poder público local, além da responsabilidade pela implementação de todas as fases, poderá participar do fundo integralizando cotas com o terreno de sua propriedade onde será construído o projeto, ou responsabilizando-se pela infra-estrutura básica de saneamento, água, luz, telefonia, rede de esgotos, creche, escola, posto policial etc;
- da mesma forma, as empresas vencedoras das licitações e a instituição financeira escolhida deverão adquirir cotas do fundo;
- o Governo Federal, através do Tesouro Nacional, também participará do programa através de leilão público de recursos, a serem tomados pelos bancos, sendo certo que a diferença entre a taxa SELIC e o custo do financiamento representará a forma de subvenção governamental.

16. Por outro lado, a CEF assevera que se buscou reduzir, ao máximo possível, o risco a que estaria sujeito o cotista do fundo, *mesmo porque anular completamente o risco é impossível.*

17. Nesse sentido, ao contrário da forma clássica de um fundo de investimento em direitos creditórios, o fundo só poderá ter em sua carteira um *único e exclusivo recebível: as prestações geradas pelo financiamento do projeto aos mutuários finais.*

18. Ainda em relação a esse aspecto, a Caixa Econômica ressalta que *além das análises de risco do projeto e do próprio fundo (rating), elaborados por empresas ou agências contratadas especificamente para esse fim, os futuros mutuários/proprietários dos imóveis componentes do Projeto passarão pela matriz de risco da instituição financeira concessora do financiamento, oportunidade em que serão analisadas a renda familiar, capacidade financeira, etc.*

19. Finalizando suas considerações, a Interessada destaca que *tratando-se de um projeto híbrido — onde está previsto a implantação de diversos tipos de imóveis residenciais e comerciais, além dos serviços públicos já mencionados —, o mix de taxas dos financiamentos possibilitará uma rentabilidade bastante atraente para o investidor, tanto àquele qualificado, quanto ao pequeno investidor.*

20. Através do MEMO/CVM/GII-2/Nº041/2003, datado de 21.10.2003 e encaminhado à SGE em 30/10/2003, solicitando que a matéria fosse submetida à apreciação do Colegiado, a GII-2, Gerência de Acompanhamento de Investidores Institucionais 2, manifestou-se acerca do pleito da CEF, apreciando, apenas, o contido no do Ofício 896/VITER, de 16/09/2003, não opinando a respeito termos do Ofício 896/VITER, de 1º/10/2003.

21. Segundo a GII-2, *quando a CVM estabeleceu que as cotas do FIDC só poderiam ser colocadas junto a investidores qualificados nos termos do Art. 99 da Instrução CVM nº 302/99, e que o valor mínimo para a realização de aplicações no fundo é de R\$ 25.000,00 (vinte e cinco mil reais), entendeu que as cotas só poderiam ser adquiridas por investidores sofisticados e que tivessem condições de entender claramente o complexo mecanismo de securitização de recebíveis regulamentado pela Instrução CVM nº 356/01.*

22. A GII-2 enfatiza uma série de aspectos relacionados à securitização de recebíveis, que julga complexos, exemplificando:

- i. *os ativos do fundo não são negociados em mercados organizados;*
- ii. *a metodologia de avaliação dos ativos não é simples, uma vez que os direitos creditórios não são facilmente precificados devido ao risco de crédito;*
- iii. *o FIDC pode ter mais de uma classe de cotas, que podem ser divididas em séries;*
- iv. *possibilidade de integralização, amortização e resgate das cotas subordinadas com direitos creditórios;*

v. o cotista, para fazer uma correta avaliação do fundo, deve ter condições de entender como o originador dos direitos creditórios fez a análise dos créditos concedidos, e

vi. o cotista deve ser capaz de compreender os mecanismos e procedimentos de cobrança dos direitos creditórios, inclusive em caso de inadimplência.

23. Ainda de acordo com a GII-2, a complexidade do mecanismo regulamentado pela Instrução CVM nº 356/01 também pode ser avaliada pelas centenas de consultas que temos recebido de profissionais de mercado e advogados com dúvidas sobre a legislação, certamente em maior número do que às relativas a outros tipos de fundos de investimento.

24. Concluindo seu opinamento acerca da matéria, o Gerente da GII-2 entende que *dada a complexidade do entendimento da securitização de recebíveis pelos investidores, não sou favorável à ampliação do público alvo do FIDC e à redução do valor da aplicação inicial da forma proposta pela CEF*" (fls 02).

25. Por outro lado, quanto à regulamentação de um FIDC vinculado ao PIPS, a SIN manifestou-se da seguinte maneira:

- a CVM deve solicitar que a CEF apresente uma minuta de instrução que regulamente o FIDC vinculado ao PIPS com todas as suas especificidades. A CEF terá assim a possibilidade (e o desafio) de tentar simplificar o FIDC para investidores menos sofisticados e estabelecer mecanismos que minimizem os riscos para os investidores, tais como os mencionados nos itens 7.1, 8 e 11.2 do ofício da CEF;

- caso o Colegiado julgue a proposta da CEF adequada para o novo público-alvo do fundo, poderá transformar a minuta em instrução" (fls. 02).

26. Para finalizar, a GII-2 tece ainda, as seguintes considerações:

- ressalta ainda que a CEF tenta apresentar o FIDC como um produto tão simples como um Fundo imobiliário, tese com a qual não concorda;
- alerta *"para o fato do fundo proposto pela CEF ser organizado sob a forma de Condomínio fechado e ter longo prazo de duração (compatível com o financiamento imobiliário);*
- ressalta que as características mencionadas anteriormente *se tornam bastante problemáticas para pequenos investidores que tiverem necessidade de recursos durante o prazo de duração do fundo, tendo em vista que não existe liquidez em mercado organizado para cotas de fundos fechados (registro que o SOMA está tentando criar liquidez para cotas de fundos imobiliários, mais o processo é muito recente);*
- sugere que seja discutida a possibilidade de fundos fechados destinados para investidores de varejo *contarem obrigatoriamente com formadores de mercado, nos termos da Instrução CVM nº 384/03"* (fls. 03).

27. Tendo tomado conhecimento da manifestação da GII-2, a Caixa Econômica encaminhou, em 7 de novembro de 2003, o Ofício nº 0907/2003/VITER, no qual complementa as considerações anteriormente manifestadas bem como aborda novos fatos.

28. Inicialmente, a CEF enfatiza que o pleito diz respeito ao Programa de Incentivo para Projetos de Interesse Social - PIPS, lançado pelo Governo Federal. Dessa forma, não está relacionado aos Fundos de Recebíveis comumente regulados pela CVM, entendendo que o pedido deve merecer tratamento diferenciado para a CAIXA, e sim para um "novo conceito" de financiamento de novos projetos que se pretende inaugurar em consonância com o chamado "PPP", mediante nova e específica regulação

29. Nesse aditamento, a CEF procura explicitar a **diferença entre uma securitização clássica de recebíveis imobiliários e uma securitização de recebíveis recorrente.**(grifado)

30. Segundo a Caixa Econômica, as principais características das duas modalidades de securitização são:

a. SECURITIZAÇÃO CLÁSSICA

- *é de longo prazo, possui pagamento mensal (a+ j),*
- *seus devedores são conhecidos ex-ante e não são substituídos (salvo em caso de default);*
- *são resgatáveis ao longo do tempo até seu PMT final e,*
- *conta com a garantia do ativo imobiliário,*

a. SECURITIZAÇÃO DE RECEBÍVEIS RECORRENTE

- *é de curto prazo,*
- *seus prêmios/pagamentos são híbridos (pré, pós-fixados, com ou sem principal, bullet ou fluxo...);*
- *pode não apresentar garantia realizável (ex. CDC) e,*
- *o processo é recorrente (caracterizado por fundo aberto e com substituições de créditos ao longo dos anos - devedores, taxas, fluxos...).*

31. Em seguida, a Interessada aborda as questões relacionadas ao projeto específico, o motivo da escolha do modelo proposto, a lógica social e financeira do projeto e elenca os pressupostos básicos do PIPS.

32. Continuando suas considerações, a CEF elenca as medidas que priorizou e adotou para demonstrar que a estrutura proposta satisfaz os princípios de prudência e governança requeridos:

- i. regulamento do Fundo que explicita claramente a operação e os riscos envolvidos;
- ii. débito consignado em folha de pagamento dos devedores, legalmente regulamentado;
- iii. contratação de Agência de Avaliação de Risco para qualificar o risco dos recebíveis securitizados no fundo bem como a estrutura da operação;
- iv. negociação secundária das cotas do Fundo em mercado organizado (SOMAFIX);
- v. programa de comunicação com investidores contemplando as seguintes peças:
  - a. cartilha explicando a operação;

- b. folheteria e cartazes para os pontos de venda/distribuição primária;
- c. envio de mala direta antes do lançamento do Fundo – informações sobre a data de lançamento, forma de aquisição e características básicas da operação;
- d. envio de mala direta aos "novos investidores";
- e. emissão de certificado ao investidor – Investimento com Responsabilidade Social;
- f. material para consulta no *site* da CAIXA;
- g. reuniões/treinamentos para equipe de vendas;
- h. publicidade em jornais e revistas, e
- i. cartilha detalhada para o público interno.

33. A CEF destaca, ainda, que envidou esforços no sentido de aprovar, junto ao Conselho Monetário Nacional, de medida de incentivo ao mercado secundário das cotas do Fundo, por meio da norma que regule o direcionamento básico da Caderneta de Poupança. Assim, o CMN através da Resolução de nº 3.112/2003, permitiu que *as cotas do fundo possam ser utilizadas para o aludido enquadramento com alavancagem de 50%, ou seja, para cada unidade monetária de cota do Fundo, pode-se enquadrar 1,5 unidade de direcionamento.*

34. Outra providência que a Caixa Econômica vem se esforçando para implementar é a tratativa junto ao Agente Operador do Fundo de Garantia por Tempo de Serviço – FGTS, para possibilitar a aquisição de cotas do FIDC-PIPS (somente FIDC-PIPS – lastro em recebíveis imobiliários para a aquisição de Certificados de Recebíveis Imobiliários – CRI).

35. Finalizando a CEF enfatiza que o Poder Público beneficiário da operação poderá dispor, no caso do projeto piloto, de até 1% do valor do Fundo (após um ano de lançamento) a título de incentivo ao mercado secundário de cotas.

É o Relatório.

#### VOTO

33. Entendo caber razão à GII-2 quando, ao apreciar a matéria, manifestou seu entendimento acerca da complexidade do mecanismo regulamentado pela Instrução CVM nº 356/01.

34. Estou em linha, também, com a preocupação demonstrada pela GII-2 relativamente à proteção do pequeno investidor, pois uma das atribuições legais da CVM é justamente tutelar o interesse dos acionistas minoritários e dos investidores de pequeno porte.

35. Quanto às especificidades relacionadas à modelagem do Fundo em comento, bem como dos recebíveis que o comporão, a GII-2 não se aprofundou na questão.

36. No entanto, ao finalizar seu parecer sobre o pleito da CEF, o Gerente da GII-2 entendeu pelo não provimento em função da *complexidade do entendimento da securitização de recebíveis pelos investidores.*

37. De fato, em que pesem as peculiaridades que podem dificultar o entendimento dos investidores sobre os FIDC, o modelo do Fundo apresentado pela CEF, bem como as características dos recebíveis que o integrarão, são mais simples que os fundos até hoje constituídos na forma da Instrução CVM nº 356/01. Elenco, a seguir, algumas delas:

- os recebíveis que integrarão a carteira do fundo são de longo prazo, com pagamento mensal;
- os devedores que originam os recebíveis são conhecidos previamente e somente são substituídos em caso de *default*;
- são resgatáveis ao longo do tempo até seu pagamento final;
- contam com a garantia do ativo imobiliário que originou o crédito, amparados pela legislação da alienação fiduciária ;
- as cotas do fundo terão registro para negociação no mercado de balcão organizado;
- possibilidade de utilização de até 1% do valor do Fundo (após um ano de lançamento) a título de incentivo ao mercado secundário de cotas;
- não existirão cotas seniores.

38. Apesar de todas as considerações anteriores, entendo que o fulcro da questão não está relacionado ao modelo nem às características dos recebíveis que comporão o Fundo e, sim, ao aspecto informacional.

39. O fato de a CVM, quando da edição da Instrução CVM nº 356/01, ter vedado o acesso a investidores não qualificados não foi unicamente pela complexidade na formatação do fundo mas, basicamente, pelo fato de a Autarquia não realizar uma análise prévia, nos moldes das que são realizadas para os demais fundos, bastando a entrega de alguns documentos para que o fundo possa entrar em funcionamento e estar em condições efetuar a colocação das cotas, sem que tenha ocorrido uma ampla disseminação das informações sobre o mesmo.

40. Ora, é sabido que os investidores qualificados constituem um grupo distinto dos demais investidores, tanto pela magnitude dos recursos que movimentam quanto pela sua maior capacidade de obter, direta ou indiretamente, informações sobre os valores mobiliários que se dispõem a negociar. O fato dos FIDC estarem direcionados aos investidores qualificados possibilitou à CVM abrir mão do exame prévio da massa de dados e informações para concessão do registro.

41. Ao contrário, em face de seu menor poder econômico e menor capacidade de organização, o pequeno investidor precisa de proteção. E a proteção mais eficaz com a qual pode contar é o exame e conferência pela CVM dos atos e da documentação que instruem o pedido de registro da distribuição dos valores mobiliários e, principalmente, a possibilidade de ter acesso a todo esse conjunto de informações, de modo que possa tomar a sua decisão de investimento.

42. Todavia, ao autorizar a negociação de determinado valor mobiliário através da concessão do registro, a CVM não garante o sucesso do produto. Nesse sentido, as informações colocadas à disposição do público servem apenas como proteção para os investidores, não se constituindo em atestado de qualidade e nem tendo, também, o condão de eliminar os riscos inerentes ao valor mobiliário. O uso da informação e a decisão de comprar ou vender um valor mobiliário cabe a cada indivíduo, cabendo à CVM criar mecanismos que possibilitem o acesso dos investidores à informação.

43. O fato da complexidade dos Fundos de Investimento em Direitos Creditório, como ressaltado pela GII-2, não deve ser impeditivo para que o público de varejo possa adquirir suas cotas, na hipótese de toda a documentação ser previamente analisada pela CVM antes da concessão do registro, e que sejam colocadas à disposição do público e atualizadas periodicamente.

44. Pelas razões expostas, entendo que a distribuição das cotas do Fundo de Investimentos em Direitos Creditórios proposto pela Caixa Econômica Federal possa ser direcionada também ao público de varejo, desde que sejam satisfeitas as seguintes condições:

- prévio registro na CVM;
- quantidade de prospectos disponíveis nos locais de venda, compatível com o público-alvo que o intermediário deseja atingir;
- elaboração de folheto resumido explicitando todas as características do produto, principalmente no que concerne aos riscos, e
- registro das cotas para negociação em mercado de balcão organizado.

43. É o meu voto.

Rio de Janeiro, 11 de novembro de 2003

Wladimir Castelo Branco Castro

Diretor-Relator

[\(1\)](#) Lei nº 10735/2003

Art. 4º Fica o Poder Executivo autorizado a instituir o Programa de Incentivo à Implementação de Projetos de Interesse Social - PIPS, voltado à implementação de projetos estruturados na área de desenvolvimento urbano em infra-estrutura, nos segmentos de saneamento básico, energia elétrica, gás, telecomunicações, rodovias, sistemas de irrigação e drenagem, portos e serviços de transporte em geral, habitação, comércio e serviços, por meio de **Fundos de Investimento Imobiliário - FII, e de Fundos de Investimento em Direitos Creditórios - FIDC**, lastreados em recebíveis originados de contratos de compromisso de compra, de venda, de aluguéis e de taxas de serviços, provenientes de financiamento de projetos sociais, com participação dos setores público e privado. (grifo nosso)

[\(2\)](#) Instrução CVM nº 393/2003

Art. 60-A A CVM poderá autorizar procedimentos específicos e dispensar o cumprimento de dispositivos desta Instrução pelos FIDC's relacionados ao crédito social ou às micro, pequenas e médias empresas."