

Processo Administrativo CVM nº RJ2012/8360

(Reg. Col. n.º 8653/2013)

Interessado: Caixa Econômica Federal
Assunto: Pedido de dispensa de requisitos da Instrução CVM nº 409/2004.
Diretora-Relatora: Ana Dolores Moura Carneiro de Novaes

RELATÓRIO

I. DO OBJETO

1. Trata-se de pedido apresentado pela Caixa Econômica Federal ("Caixa"), na qualidade de futura administradora do "Fundo de Investimento em Crédito Privado Renda Fixa Longo Prazo Desenvolvimento Brasil I" ("Fundo Brasil I" ou "Fundo"), solicitando dispensa dos requisitos previstos nos incisos II e IV, do artigo 86[1], e no inciso I, alínea "h", do artigo 87[2], todos da Instrução CVM nº 409/2004.

II. DOS FATOS

2. Em 16/07/2012, através de Ofício[3], a Caixa apresentou à Superintendência de Relações com Investidores Institucionais ("SIN") pedido de dispensa dos requisitos constantes do **caput** dos artigos 86 e 87 da Instrução CVM nº 409/2004, referentes, respectivamente, aos limites por emissor e por modalidade de ativo financeiro, para o Fundo Brasil I, fundo de investimento que seria por ela administrado (fls. 01-04).

3. Conforme informado pela Caixa, o Fundo Brasil I, cujo conceito surgiu com o advento da Lei nº 12.431/2011, se voltaria, basicamente, para a aquisição de (i) créditos privados decorrentes de investimento em debêntures emitidas para financiar projetos de infraestrutura que sejam considerados prioritários pelo governo ("Debêntures Incentivadas de Infraestrutura")[4]; e (ii) outros ativos financeiros admitidos pela Instrução CVM nº 409/2004, nos termos do regulamento do Fundo.

4. Ademais, a Caixa destacou que o Fundo Brasil I seguiria o modelo de Fundo de Renda Fixa, assumindo a forma de condomínio fechado, com prazo de duração de 13 anos, e emitindo até 5.000.000 de cotas, no valor unitário de R\$ 100,00, para oferta pública de distribuição, tendo como investidor-alvo "*qualquer pessoa física e jurídica*".

5. Tendo em vista que o artigo 3º da Lei nº 12.431/2011[5] estabelece que a carteira dos fundos de investimento criados para fomentar a demanda pelas Debêntures Incentivadas de Infraestrutura deverá alocar não menos que 85% de seu patrimônio líquido neste ativo específico, a Caixa ressaltou que o cumprimento de tal requisito exigiria que a carteira do Fundo Brasil I contasse com cerca de cinco emissões de Debêntures Incentivadas de Infraestrutura, com valor médio de R\$ 100.000.000,00 cada. Aduz ainda que, com a complexidade das exigências de enquadramento impostas pela Lei 12.431/2011, seria provável a concentração de referidas emissões em um número restrito de Grupos Econômicos.

6. Por fim, a Caixa informou que no momento da oferta das cotas ao público, a carteira do Fundo já estará definida, de forma que todos os papéis serão previamente conhecidos pelos investidores, e, para proteger as cotas do Fundo, a classificação de risco dos papéis deverá ser aquele considerado baixo dentre as classificações usuais das agências de *rating* internacionais.

7. Posteriormente, em resposta a pedido de informações adicionais[6] formulado pela Gerência de Registros e Autorizações ("GIR") (fl. 06), a Caixa esclareceu, em síntese (fls. 09 e 10[7]):

- a. as cotas emitidas pelo Fundo Brasil I seriam negociadas nos mercados primário e secundário;
- b. o percentual máximo de concentração esperado em relação a um único emissor seria de até 30% e, no caso de concentração das emissões em alguns Grupos Econômicos, o percentual máximo de concentração esperado seria de 50%;
- c. o Fundo contaria com (i) análise do Risco de Crédito; e (ii) nota de classificação de baixo risco de crédito (assim considerada "BBB- (bra)" ou nota superior a esta), obtida junto a agências de classificação de risco; e
- d. o pedido de dispensa se refere, especificamente, ao disposto no art. 86, incisos II e IV; e art. 87, inciso I, alínea "h", todos da Instrução CVM nº 409/2004.

8. Insatisfeita com as informações prestadas sobre a forma de verificação da classificação de baixo risco a ser adotada, a GIR solicitou, através de Ofício[8] informações mais detalhadas quanto a este ponto (fl. 11), tendo recebido da Caixa, em resposta, detalhamento da estrutura de gerenciamento de risco, e da forma de análise do risco de crédito (fls. 13-17).

9. Considerando que, ao ver da área técnica, as informações prestadas pela Caixa ainda não eram satisfatórias, foi realizada reunião presencial na SIN, em 21/09/2012, com a solicitação de novas informações, posteriormente enviadas pela Caixa, em 04/10/2012, quando esta acrescentou, em suma, que (fls. 23-26)

- a. as cotas do Fundo seriam negociadas no mercado primário e secundário sob as regras da Instrução CVM nº 400/2003;
- b. as Debêntures Incentivadas de Infraestrutura seriam emitidas e distribuídas nos termos da Instrução CVM nº 476/2009, mas o Fundo adotaria "*os procedimentos necessários para que sejam fornecidas informações sobre os ativos como se fossem distribuídos pela Instrução CVM nº 400/2003, sempre que possível*"; e
- c. estava sendo negociada a adoção de um mecanismo adicional de liquidez para o Fundo, com a

possibilidade do cotista alienar suas cotas à Caixa, por um valor que seria definido pela própria instituição financeira. A requerente ressalva que a área gestora de recursos de terceiros (VITER, que representa o Fundo), e a área que representaria a Caixa na aquisição das cotas (VIFIN) possuem atividades totalmente segregadas.

10. Em 12/12/2012, nova reunião sobre o tema foi realizada na CVM, com a presença de diversos gestores de recursos, dentre eles a própria Caixa, ocasião em que a SIN entendeu que a Caixa havia desistido do pedido inicial e apresentaria nova proposta, adaptada. Por essa razão, em 14/01/2013, a SIN comunicou o arquivamento do processo, por intermédio do OFÍCIO/CVM/SIN Nº 315/2013.

11. Em 22/01/2013, contudo, a Caixa protocolou resposta afirmando não ter desistido do pedido inicial, reiterando, assim, a sua solicitação de dispensa dos requisitos do art. 86, II e IV, e do art. 87, I, "h", da Instrução CVM nº 409/2004, dando prosseguimento ao feito.

II. DA MANIFESTAÇÃO DA ÁREA TÉCNICA

12. A SIN posicionou-se sobre o pedido de dispensa em questão por intermédio do MEMO/CVM/SIN/Nº 110/2013, de 19/03/2013.

13. De início, a área técnica observou que, em essência, a pretensão da Caixa é constituir um fundo destinado a investidores de varejo em sua máxima acepção (considerando a aplicação mínima de R\$ 100,00), porém, com características que a regulação concede apenas aos fundos dedicados aos chamados investidores "superqualificados".

14. A SIN pontua que as Debêntures Incentivadas de Infraestrutura integram o rol dos ativos denominados pela Instrução CVM nº 409/2004 como "*de crédito privado*", que, por sua natureza, demandam diversos cuidados adicionais[9].

15. Salienda a área técnica que o objetivo dos limites de concentração por emissor e por modalidade de ativos, fixados pela Instrução CVM nº 409/2004, é justamente proteger o investidor de varejo, o que se observa, por exemplo, pela possibilidade, proposta pela própria Instrução CVM nº 409/2004, de mitigação[10] de tais regras, no caso de fundos destinados a investidores qualificados e "superqualificados".

16. No que diz respeito às medidas propostas visando à mitigação dos riscos adicionais, a SIN considerou que a aquisição de ativos classificados como de baixo risco de crédito já seria exigível da Caixa, considerando os deveres fiduciários inerentes às suas atividades de gestão.

17. Além disso, o mecanismo adicional de liquidez sugerido pela Caixa, segundo a área técnica, não parece transparente e eficiente o bastante para garantir uma saída com liquidez adequada para os investidores do Fundo, podendo o cotista, caso não tenha interesse nas condições de alienação propostas pela Caixa, não lhe restaria outra opção senão permanecer "preso" ao investimento por 13 anos.

18. Por fim, a área técnica julgou insatisfatório o argumento apresentado pela Caixa, no sentido de que os riscos do Fundo Brasil I seriam mitigados pelas cotas serem oferecidas exclusivamente em oferta pública, nos termos da Instrução CVM nº 400/2003, o que, na prática, não mitigaria, de forma suficiente, os riscos do investimento. Nesse sentido, recorda que os limites de concentração por emissor e por modalidade de ativo são, em regra, aplicáveis aos fundos que exigem o registro da oferta nos moldes da Instrução CVM nº 400/2003.

19. Pelas razões descritas acima, a SIN concluiu não ser oportuno nem conveniente que a CVM se manifeste favoravelmente ao presente pedido.

É o Relatório.

VOTO

1. Trata-se da apreciação de pedido de dispensa dos requisitos previstos nos incisos II e IV do art. 86, e do inciso I, alínea "h", do art. 87, da Instrução CVM nº 409/2004, formulado pela Caixa Econômica Federal ("Caixa"), na qualidade de futura administradora do Fundo de Investimento em Crédito Privado Renda Fixa Longo Prazo Desenvolvimento Brasil I ("Fundo Brasil I" ou "Fundo").

2. A pretensão da Caixa envolve a constituição de um fundo, de renda fixa, sob a forma de condomínio fechado, com prazo de duração de 13 anos, prevendo a emissão, para distribuição pública, de 5.000.000 de cotas, no valor unitário de R\$ 100,00. O Fundo seria destinado primordialmente à aquisição de créditos decorrentes das chamadas debêntures incentivadas de infraestrutura, previstas na Lei nº 12.431/2011 ("Debêntures Incentivadas de Infraestrutura").

3. Nesse processo, a Caixa solicita a dispensa da obrigatoriedade de determinados limites de concentração dos investimentos, por considerar que a dispersão, tanto no caso dos limites por emissor quanto nos limites por modalidade de ativo financeiro, tornaria inviável a constituição do Fundo.

4. Quanto aos limites por emissor, o pedido da Caixa se refere especificamente aos incisos II e IV do art. 86[11], que, respectivamente, limitam os investimentos a 10% (dez por cento) do patrimônio líquido do fundo sendo o emissor companhia aberta, e a 5% (cinco por cento) nos casos de emissor pessoa física ou pessoa jurídica de direito privado que não sejam companhia aberta ou instituição financeira autorizada a funcionar pelo Banco Central.

5. A Caixa alega, em seu pleito, que a complexidade das exigências de enquadramento provavelmente ocasionaria a concentração das emissões em número restrito de grupos econômicos, justificando a dispensa dos limites por emissor para garantir a viabilidade do Fundo.

6. Por outro lado, o art. 87, I, "h"[12], no qual se enquadram os créditos decorrentes das Debêntures Incentivadas de Infraestrutura (quando emitidos pela Instrução CVM nº 476/2009), limita os investimentos em ativos dessa natureza a 20% (vinte por cento) do patrimônio líquido do Fundo. A dispensa a esse requisito se justificaria, na visão da Caixa, com base na própria Lei nº 12.431/2011, que requer a alocação de ao menos 85% (oitenta e cinco por cento) do patrimônio líquido dos fundos criados para fomentar a demanda pelas Debêntures Incentivadas de Infraestrutura neste ativo específico.

7. A análise de pedidos de dispensa ao cumprimento de requisitos normativos da CVM, como bem recorda a

SIN, passa, necessariamente, pela demonstração de que o produto (i) é benéfico para o mercado de capitais, ou colabora para o seu desenvolvimento normal e regular; e (ii) que mitiga, até onde possível, os riscos adicionais decorrentes da supressão das exigências objeto de dispensa.

8. É inegável que as Debêntures Incentivadas de Infraestrutura, criadas pela Lei nº 12.431/2011, tem enorme potencial para catalisar o papel do mercado de capitais nos financiamentos de longo prazo, e, em última análise, o próprio crescimento econômico do país. No entanto, as estruturas de investimento devem se mostrar minimamente viáveis e adequadas para serem ofertadas aos investidores de varejo.

9. Fundamental, assim, considerar a própria razão de ser dos limites de concentração estipulados pela Instrução CVM nº 409/2004, ora objeto do pedido de dispensa. Afinal, tais limites foram adotados justamente por seu viés de proteção aos investidores – sobretudo os de varejo.

10. Tanto é assim que a própria Instrução CVM nº 409/2004 mitiga essas limitações nos casos de investidores qualificados (art. 110-A) e superqualificados (art. 110-B)[13]. Reconhece-se, pois, que estes investidores, por possuírem um maior grau de conhecimento e sofisticação do que investidores de varejo, naturalmente não necessitam da mesma proteção conferida a estes últimos.

11. No presente caso, como bem observa a SIN, não me parece que os elementos propostos pela Caixa sejam aptos a afastar, de maneira sólida, os riscos inerentes às características do investimento no Fundo Brasil I.

12. Nesse sentido, veja-se que, em essência, as medidas propostas pela Caixa ou correspondem a exigências cuja observância já lhe é naturalmente imposta pela regulação, ou são incapazes de reduzir, de maneira efetiva, os riscos próprios do investimento, nas condições apresentadas.

13. Há de se considerar que o modelo proposto revela uma potencial situação em que investidores de varejo (considerando a aplicação mínima inicial de apenas R\$ 100,00) se submetam a riscos de alta complexidade e difícil compreensão, em virtude da natureza do lastro do Fundo[14], pelo risco de concentração em poucos emissores e também pelo risco inerente aos investimentos em crédito privado.

14. Ademais, especialmente verificando-se que o Fundo proposto pela Caixa tem longo prazo de duração – 13 anos, seria no mínimo desejável a estruturação de mecanismos efetivamente capazes de garantir uma saída com liquidez adequada aos investidores do Fundo. Não é bem o que ocorre no modelo proposto pela Caixa.

15. Não me parece que a faculdade de o cotista alienar suas cotas à Caixa, por um valor a ser previamente definido pela própria instituição financeira, tenha o condão de auferir liquidez às cotas. Afinal, ainda que seja garantida a segregação das atividades entre a área gestora dos recursos de terceiros (representante do Fundo) e a área que representaria a Caixa na aquisição de tais cotas, vejo nesse mecanismo adicional, como proposto, pouca transparência e demasiada arbitrariedade, uma vez que caberia apenas à Caixa o estabelecimento desse valor de saída.

16. Tendo em vista as características do Fundo Brasil I, tais como a ausência de mecanismos aptos a garantir a liquidez e a diversificação dos investimentos, acompanho a Área Técnica quando esta entende que a estrutura proposta estaria, na contramão da proteção ao investidor da norma em vigor, permitindo a exposição de investidores de varejo a riscos significativos, sem a sua adequada mitigação.

17. Pelo exposto, voto pelo indeferimento do pedido, formulado pela Caixa, de dispensa dos requisitos constantes do art. 86, II e IV, e do art. 87, I, "h", ambos da Instrução CVM nº 409/2004.

Rio de Janeiro, 16 de dezembro de 2014.

Ana Dolores Moura Carneiro de Novaes
Diretora-Relatora

[1] Art. 86. O fundo observará os seguintes limites de concentração por emissor, sem prejuízo das normas aplicáveis à sua classe (art. 92):

(...)

II- até 10% (dez por cento) do patrimônio líquido do fundo quando o emissor for companhia aberta;

(...)

IV – até 5% (cinco por cento) do patrimônio líquido do fundo quando o emissor for pessoa física ou pessoa jurídica de direito privado que não seja companhia aberta ou instituição financeira autorizada a funcionar pelo Banco Central do Brasil.

[2] Art. 87. Cumulativamente aos limites por emissor, o fundo observará os seguintes limites de concentração por modalidades de ativo financeiro, sem prejuízo das normas aplicáveis à sua classe (art. 92).

I – até 20% (vinte por cento) do patrimônio líquido do fundo, para o conjunto dos seguintes ativos:

(...)

h) outros ativos financeiros não previstos no inciso II deste artigo, desde que permitidos pelo § 1º do art. 2º desta Instrução.

[3] Ofício nº 034/2012/VITER da Caixa Econômica Federal.

[4] Dentre outras disposições, a Lei nº 12.431/2011 conferiu a redução do imposto de renda na fonte incidente sobre os rendimentos auferidos por pessoas físicas e jurídicas nacionais decorrentes dos investimentos nas chamadas Debêntures Incentivadas de Infraestrutura.

[5] Art. 3. As instituições autorizadas pela Comissão de Valores Mobiliários ao exercício da administração de carteira de títulos e valores mobiliários poderão constituir fundo de investimento, que disponha em seu regulamento que a aplicação de seus recursos nos ativos de que trata o art. 2º não poderá ser inferior a 85% (oitenta e cinco por cento) do valor do patrimônio líquido do fundo.

[6] As informações adicionais foram solicitadas através do OFÍCIO/CVM/SIN/GIR Nº 2.509/2012, que indagou: (i) se a administradora pretendia promover a negociação em mercado secundário; (ii) qual seria o percentual máximo de concentração esperado para o fundo em relação a um único emissor; (iii) como se daria a verificação da classificação de baixo risco de crédito que será adotada; (iv) quais seriam as características esperadas para os ativos de crédito privado que serão detidos pelo Fundo; e (v) quais seriam os dispositivos específicos, nos arts. 86 e 87 da Instrução CVM nº 409/04, para os quais se solicita a dispensa de cumprimento.

[7] Ofício nº 039/2012/VITER da Caixa Econômica Federal.

[8] OFÍCIO/CVM/SIN/GIR Nº 2.590/2012.

[9] Art. 98. O fundo de investimento pertencente a alguma das categorias de que tratam as subseções I, II, III, IV e VII que realizar aplicações em quaisquer ativos ou modalidades operacionais de responsabilidade de pessoas físicas ou jurídicas de direito privado, exceto no caso de ativos financeiros listados no inciso I do § 1º do art. 95-B, ou de emissores públicos outros que não a União Federal que, em seu conjunto, exceda o percentual de 50% (cinquenta por cento) de seu patrimônio líquido, deverá observar as seguintes regras, cumulativamente àquelas previstas para sua classe:

I – na denominação do fundo deverá constar a expressão “Crédito Privado”;

II – o regulamento e o prospecto deverão conter, com destaque, alerta de que o fundo está sujeito a risco de perda substancial de seu patrimônio líquido em caso de eventos que acarretem o não pagamento dos ativos financeiros integrantes de sua carteira, inclusive por força de intervenção, liquidação, regime de administração temporária, falência, recuperação judicial ou extrajudicial dos emissores responsáveis pelos ativos do fundo; e

III – o ingresso no fundo será condicionado à assinatura de termo de ciência dos riscos inerentes à composição da carteira do fundo, de acordo com modelo constante do Anexo II, vedada a utilização de sistemas eletrônicos para esse fim.

[10] CAPÍTULO XII - DOS FUNDOS PARA INVESTIDORES QUALIFICADOS

(...)

Art. 110-A. Sem prejuízo do disposto no art. 98, o limite estabelecido no inciso I do art. 87 será computado em dobro nos fundos de investimento de que trata este Capítulo.

Art. 110-B. Os regulamentos dos fundos de que trata este Capítulo que exijam investimento mínimo, por investidor, de R\$ 1.000.000,00 (um milhão de reais), poderão prever:

I – a não observância dos limites de concentração por emissor e por modalidade de ativo financeiro estabelecidos nos artigos 86 e 87;

[11] Art. 86. O fundo observará os seguintes limites de concentração por emissor, sem prejuízo das normas aplicáveis à sua classe (art. 92):

(...)

II – até 10% (dez por cento) do patrimônio líquido do fundo quando o emissor for companhia aberta;

(...)

IV – até 5% (cinco por cento) do patrimônio líquido do fundo quando o emissor for pessoa física ou pessoa jurídica de direito privado que não seja companhia aberta ou instituição financeira autorizada a funcionar pelo Banco Central do Brasil; e

[12] Art. 87. Cumulativamente aos limites por emissor, o fundo observará os seguintes limites de concentração por modalidades de ativo financeiro, sem prejuízo das normas aplicáveis à sua classe (art. 92).

I – até 20% (vinte por cento) do patrimônio líquido do fundo, para o conjunto dos seguintes ativos:

(...)

h) outros ativos financeiros não previstos no inciso II deste artigo, desde que permitidos pelo § 1º do art. 2º desta Instrução.

[13] CAPÍTULO XII - DOS FUNDOS PARA INVESTIDORES QUALIFICADOS

(...)

Art. 110-A. Sem prejuízo do disposto no art. 98, o limite estabelecido no inciso I do art. 87 será computado em dobro nos fundos de investimento de que trata este Capítulo.

Art. 110-B. Os regulamentos dos fundos de que trata este Capítulo que exijam investimento mínimo, por investidor, de R\$ 1.000.000,00 (um milhão de reais), poderão prever:

I – a não observância dos limites de concentração por emissor e por modalidade de ativo financeiro estabelecidos nos artigos 86 e 87;

[14] No modelo proposto não há, por exemplo, nenhuma restrição à compra, pelo Fundo, de debêntures de projetos *green field*, com alto risco ambiental e de performance.