

São Paulo,
25 de setembro de 2017.

Ministério da Fazenda
Secretaria de Previdência
Subsecretaria dos Regimes Próprios de Previdência Social
At.: Sr. Naron Gutierre Nogueira; Sr. Ciro Miranda Caetano Milliole
Esplanada dos Ministérios, Edifício Anexo, Ala A, 4º andar, sala 447
70059-900 Brasília - DF
(por e-mail, naron.nogueira@previdencia.gov.br; ciro.milliole@previdencia.gov.br)

Ref.: Alterações à Resolução nº 3.922/10, do CMN

Prezados Senhores,

1. **ASSOCIAÇÃO NACIONAL DOS PARTICIPANTES EM FUNDOS DE INVESTIMENTO EM DIREITOS CREDITÓRIOS MULTICEDENTES E MULTISSACADOS – ANFIDC**, associação civil sem fins lucrativos, com sede na cidade de São Paulo, Estado de São Paulo, na Rua Gomes de Carvalho, nº 1.306, 5º andar, conjunto 52, Vila Olímpia, CEP 04457-005 (“**ANFIDC**”), vem, por meio desta, apresentar nossas sugestões e nossos comentários à proposta de alteração da Resolução nº 3.922, de 25 de novembro de 2010, do CMN, recebida dessa D. Subsecretaria dos Regimes Próprios de Previdência Social, por e-mail, em 18 de setembro de 2017 (“**Proposta**”).

2. A ANFIDC é associação composta, preponderantemente, por pessoas jurídicas que exercem a atividade de análise e seleção de direitos creditórios para aquisição por segmento específico de fundos de investimento em direitos creditórios (“**FIDC**”) que realizam a aquisição de direitos creditórios originados por múltiplos cedentes, devidos por múltiplos devedores. A indústria desse setor é composta por mais de 210 fundos, que acumulam operações em montante superior a R\$12,4 bilhões – sendo que a ANFIDC representa 52% desses fundos, correspondente a 72% do volume de operações.

3. Entre os objetivos da ANFIDC, destaca-se o desenvolvimento da indústria dos FIDC multicedentes e multissacados, assim como a adoção e o aperfeiçoamento de práticas que fortaleçam a confiabilidade e a transparência da indústria desses fundos.

4. Da perspectiva da ANFIDC, pelos motivos expostos a seguir, as cotas seniores de FIDC podem ser uma modalidade de investimento interessante para os regimes próprios de previdência social instituídos pela União, Estados, Distrito Federal e Municípios, nos termos da Lei nº 9.717, de 27 de novembro de 1998 (“**RPPS**”).

I. INVESTIMENTOS EM COTAS SENIORES DE FIDC

5. O investimento em cotas seniores de FIDC apresenta vantagens ao seu investidor, por ser um produto que combina alta rentabilidade com baixo risco, em comparação com outros produtos disponíveis no mercado. Nesse sentido, reproduzimos o entendimento manifestado pela Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais – ANBIMA:

“Do ponto de vista do investidor – que, por disposição regulatória, tem de ser necessariamente qualificado ou profissional (no caso do FIDC-NP) – o interesse pelo fundo se justifica pelo fato de os FIDCs oferecerem rentabilidade superior à dos ativos disponíveis no mercado financeiro com nível de risco equivalente combinado com colateralização pelas cotas subordinadas ou outra modalidade de garantia, que mitigam o risco da carteira.”¹.

6. O retorno projetado para o investimento em cotas seniores de FIDC pode ser observado por meio de dados sobre sua rentabilidade-alvo média, considerando-se diferentes faixas de classificações de risco²:

Tipo de Remuneração/ Rating	AAA	AA	A	BBB	BB	B	CCC
Sobretaxa CDI (% CDI)	102,84%	115,52%	127,49%	145,82%	134,75%	170%	-
Spread CDI (CDI + %)	1,65%	2,64%	2,26%	2,92%	-	-	-
Spread IPCA (IPCA + %)	8%	8,71%	7,49%	-	-	-	25%
Spread TR (TR + %)	7%	-	-	-	-	-	-

7. Essa rentabilidade ganha especial destaque quando comparada com a rentabilidade média de outros produtos, como os certificados de depósito bancário (“CDB”)³:

Produto/Rating	AA	A	BBB	B
Cotas seniores de FIDC	115,52% do CDI	127,49% do CDI	145,82% do CDI	134,75% do CDI
CDB	101,9% do CDI	109,7% do CDI	106,6% do CDI	115,2% do CDI

¹ ANBIMA, “Estudos Especiais – Produtos de Captação: Fundos de Investimento em Direitos Creditórios”, 2015

² Tabela elaborada a partir de base de dados fornecida pela UQBAR Educação e Informação Financeira Avançada Ltda. (“UQBAR”), considerando 181 emissões de cotas seniores de FIDC, entre 2014 e 2017, com montante total emitido de aproximadamente R\$18,2 bilhões.

³ Rentabilidade média dos CDB calculada com base nos dados disponibilizados pela Rico Corretora de Títulos e Valores Mobiliários S.A., em 11.9.2017, sobre 41 CDB baseados em sobretaxa do CDI. Note que o cálculo não considera os prazos de vencimento dos CDB.

8. Nesse mesmo sentido, estudo conduzido pela ANBIMA, considerando ofertas de cotas seniores de FIDC realizadas entre 2009 e 2014, por 186 fundos e com pouco mais de R\$ 34 bilhões emitidos em cotas seniores, comparadas com emissões de debêntures no mesmo período, demonstra que, em média, as cotas seniores de FIDC pagaram em torno de **160 pontos-base sobre o CDI a mais** que as debêntures⁴.

9. Além dessa alta rentabilidade, o baixo risco oferecido pelas cotas seniores de FIDC é traduzido, em parte, pela existência de cotas subordinadas. Na prática, as cotas subordinadas servem como um “colchão” para as cotas seniores, absorvendo eventuais prejuízos e rentabilidade abaixo do previsto, de modo a suportar, até o limite de seu capital, as perdas incorridas pelo fundo⁵.

10. Com base na análise de 295 emissões de cotas seniores de FIDC, realizadas entre 2014 e 2017, com montante total emitido de aproximadamente R\$21,8 bilhões⁶, pudemos observar que em apenas **8 das 295** emissões analisadas (**2,7%**), correspondente a **0,8%** do montante total emitido, o reforço de crédito da subordinação deixou de existir (deixando as cotas seniores diretamente expostas ao risco).

II. INVESTIMENTOS POR RPPS

11. As perdas sofridas pelos RPPS não podem e nem devem ser atribuídas ao produto investido, em especial quando se trata de cotas de fundos de investimento. Os fundos em geral, e os FIDC em particular, podem adquirir ativos das mais diversas naturezas, com diferentes graus de risco, funcionando como meros veículos de investimento. Os riscos a que seus investidores estão expostos são, na realidade, diretamente relacionados aos ativos investidos por tais fundos.

12. Uma vez que cabe ao gestor a decisão acerca dos ativos que comporão a carteira de um fundo de investimento, as eventuais perdas sofridas devem ser atribuídas à decisão equivocada do gestor na alocação da carteira. Por esse motivo, alternativamente à redução ou restrição do investimento em cotas de determinados fundos, sugerimos que a alteração da norma vise à melhora do processo de seleção pelos RPPS dos fundos que serão investidos e de seus gestores.

13. Entendemos que para melhorar o processo decisório de escolha de gestores por parte dos RPPS, e evitar que seus recursos sejam direcionados a investimentos não sólidos, passa-se, primeiramente, pelo aumento da fiscalização dos RPPS, bem como pela melhoria na qualificação técnica dos responsáveis pelos investimentos – questão essa já endereçada na Proposta.

14. Além disso, da perspectiva normativa, entendemos que três medidas poderiam contribuir para melhorar a decisão de investimento por parte dos RPPS: **(a)**

⁴ Embora o cálculo não considere as diferenças de classificação de risco (ANBIMA, “Estudos Especiais – Produtos de Captação: Fundos de Investimento em Direitos Creditórios”, 2015).

⁵ Cf. COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS, “Fundos de investimento para RPPS”, 2015.

⁶ Base de dados da UQBAR.

exigência de que o investimento pelos RPPS em cotas de FIDC somente seja permitido se também for realizado investimento nessas mesmas cotas por investidores que não sejam RPPS; **(b)** diversificação dos investimentos; e **(c)** comprovação da experiência do gestor em ofertas bem sucedidas.

III. PROPOSTAS DE REGULAMENTAÇÃO PARA OS INVESTIMENTOS POR RPPS EM FIDC

15. Como forma de distribuição do risco entre diferentes tipos de investidores, sugerimos que o investimento em um FIDC específico pelos RPPS, considerados em conjunto, seja limitado a 50% do total do volume efetivamente subscrito de cada série de cotas seniores desse FIDC.

16. Com isso, estará assegurado que outros investidores qualificados, possivelmente com processos decisórios mais sólidos, tenham avaliado e aprovado o investimento. Além disso, evita-se o investimento em produtos desenhados especificamente para os RPPS, exigindo-se que os recursos sejam destinados a fundos considerados atraentes por diferentes espécies de investidores.

17. Outra importante medida para a mitigação do risco no investimento em cotas seniores de FIDC seria a diversificação dos investimentos. Dessa forma, concordamos com a sugestão já inclusa na Proposta de limitar o investimento de um RPPS em um mesmo FIDC ao máximo de 5% do patrimônio líquido do RPPS.

18. Uma terceira medida que entendemos importante para melhorar a decisão de investimento por parte dos RPPS seria a comprovação da experiência do gestor do FIDC em ofertas passadas bem sucedidas. Dessa forma, sugerimos exigir que o gestor do FIDC alvo tenha em seu histórico, ao menos, **(a)** duas ofertas públicas de cotas seniores de um mesmo FIDC ou de dois FIDC, geridos pelo gestor, pertencentes à mesma classificação da ANBIMA do FIDC a ser investido; ou **(b)** dez ofertas públicas de cotas seniores de quaisquer FIDC geridos pelo gestor, que tenham sido regularmente encerradas e liquidadas, com pagamento integral da remuneração prometida aos seus investidores.

19. Por outro lado, entendemos que a exigência adicional inserida na Proposta de uma segunda agência de classificação de risco para elaborar o *rating* das cotas seniores seria pouco efetiva para mitigar os riscos que levaram à atual rediscussão da Resolução nº 3.922/10, do CMN. Diante da elevação dos custos das ofertas – que, ao final, seriam repassados aos investidores – sem contrapartida efetiva, sugeriríamos manter a exigência atualmente em vigor de elaboração do *rating* por uma única agência.

20. Além disso, entendemos que não deveriam ser feitas diferenciações nos limites de investimento por RPPS em FIDC constituídos sob a forma de condomínio aberto ou condomínio fechado. Em tese, os FIDC abertos seriam mais líquidos do que os FIDC fechados. Por outro lado, como regra geral, ativos menos líquidos oferecem retornos mais atrativos. Dada a natureza previdenciária dos RPPS, deve sempre haver

espaço para ativos com maior ou menor liquidez. O engessamento, por norma, dessa liberdade do gestor por optar por ativos com diferentes graus de liquidez – como é o caso da redação atual da Resolução nº 3.922/10, do CMN - de um lado, dificulta ou mesmo impede a escolha por bons ativos; de outro, gera um incentivo a certas distorções.

21. Dentre essas distorções, destacamos a estruturação de FIDC abertos quando o tipo de crédito tornaria aconselhável a opção pelo FIDC fechado, ou FIDC abertos com prazos de resgate muito longos, que os tornam semelhantes, da perspectiva de liquidez, a FIDC fechados.

22. Não entendemos, pelos mesmos motivos expostos acima, que a vedação ao investimento nos FIDC abertos pelos RPPS, na forma trazida na Proposta, seja o caminho a ser seguido. O efeito pode ser equivalente ao que se verifica atualmente, isso é, incentivar a estruturação de FIDC fechados que, pela natureza do ativo, poderiam ser estruturados como FIDC abertos. A decisão por um FIDC aberto ou fechado deve ser tomada, pelo estruturador, em função do tipo de crédito a ser adquirido. Como não há benefício claro, da perspectiva do RPPS, por privilegiar os FIDC abertos ou fechados, recomendamos que não seja feita essa diferenciação que incentiva distorções indesejadas.

23. Por fim, considerando a excelente relação risco/retorno das cotas seniores do FIDC, demonstrada acima, sugerimos que o investimento dos RPPS nesses ativos – independentemente se abertos ou fechados – seja limitado a 15% do patrimônio líquido do RPPS, em linha com o limite atualmente estabelecido no artigo 7º, §5º, da redação vigente da Resolução nº 3.922/10, do CMN.

IV. CONSIDERAÇÕES FINAIS

24. Dessa forma, solicitaríamos a apreciação de nossos comentários à Proposta, acima expostos, bem como de nossas sugestões de alteração do texto da Resolução nº 3.922/10, do CMN, as quais se encontram especificamente descritas no **Anexo** à presente.

25. Adicionalmente, gostaríamos de sugerir que, quando apresentada a Proposta ao CMN, seja requerida a abertura de consulta pública da minuta de alteração da Resolução nº 3.922/10, do CMN, com a finalidade de oferecer a oportunidade de manifestação aos demais participantes do mercado e a outros interessados.

Certos de vossa compreensão, colocamo-nos inteiramente à disposição para quaisquer esclarecimentos que se façam necessários.

Atenciosamente,

ANEXO

SUGESTÕES DE ALTERAÇÃO AO TEXTO DA RESOLUÇÃO Nº 3.922/10, DO CMN

Em linha com os comentários apresentados previamente na presente manifestação, sugerimos que o texto da Resolução nº 3.922/10, do CMN passe a vigorar com as seguintes alterações:

Alterações materiais		
Redação vigente	Proposta⁷	Sugestões da ANFIDC
<p>Art. 7º(...)</p> <p>VI - até 15% (quinze por cento) em cotas de classe sênior de fundos de investimento em direitos creditórios, constituídos sob a forma de condomínio aberto;</p>	<p>Art. 7º(...)</p> <p>VI - Revogar;</p>	<p>Art. 7º(...)</p> <p>VI - até 15% (quinze por cento) em cotas de classe sênior de fundos de investimento em direitos creditórios;</p>
<p>Art. 7º(...)</p> <p>§ 4º As aplicações previstas no inciso VI e alínea "a" do inciso VII deste artigo subordinam-se a:</p> <p>I - que a série ou classe de cotas do fundo seja considerada de baixo risco de crédito, com base, dentre outros critérios, em classificação efetuada por agência classificadora de risco em funcionamento no País;</p>	<p>Art. 7º(...)</p> <p>§ 4º As aplicações previstas na alínea "a" do inciso VII deste artigo subordinam-se a:</p> <p>I - que a série ou classe de cotas do fundo de investimento seja considerada de baixo risco de crédito com base, dentre outros critérios, em classificação efetuada por, pelo menos, duas agências classificadoras de risco, registradas ou reconhecidas pela Comissão de Valores Mobiliários;</p>	<p>Art. 7º(...)</p> <p>§ 4º As aplicações previstas no inciso VI deste artigo subordinam-se a:</p> <p>I - que a série ou classe de cotas do fundo de investimento seja considerada de baixo risco de crédito com base, dentre outros critérios, em classificação efetuada por agência classificadora de risco, registrada ou reconhecida pela Comissão de Valores Mobiliários;</p>
-	-	Art. 7º(...)

⁷ Consideramos as informações da coluna denominada "Nova proposta, com base nas sugestões", da tabela integrante da Proposta.

		<p>§ 4º As aplicações previstas no inciso VI deste artigo subordinam-se a: (...)</p> <p>III - que seja comprovado que outros fundos de investimento em direitos creditórios (FIDC) sob gestão do gestor do fundo aplicado tenham realizado ofertas públicas de cotas seniores regularmente encerradas e integralmente liquidadas, e que tenha ocorrido o pagamento integral da remuneração-alvo das cotas seniores previstas nos documentos das respectivas ofertas, sendo que a comprovação referida no presente inciso deverá fazer referência a, pelo menos:</p> <p>a) 2 (duas) ofertas públicas de cotas seniores realizadas por um mesmo fundo que pertença à mesma classificação da Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais – ANBIMA do fundo aplicado;</p> <p>b) 2 (duas) ofertas públicas de cotas seniores realizadas por 2 (dois) fundos distintos e pertencentes à mesma classificação da Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais – ANBIMA do fundo aplicado; ou</p>
--	--	---

		c) 10 (dez) ofertas públicas de cotas seniores realizadas por quaisquer fundos.
-	<p>Art. 7º(...)</p> <p>§ 8º Os ativos financeiros de emissores privados das carteiras dos fundos de investimento de que tratam a alínea “a” do inciso III, alínea “a” do inciso IV e a alínea “b” do inciso VII deste artigo devem obedecer às seguintes condições: (...)</p> <p>III - cotas de classe sênior de fundo de investimento em direitos creditórios (FIDC), constituídos sob a forma de condomínio fechado, classificado como de baixo risco de crédito por, pelo menos, duas agências classificadoras de risco, registradas ou reconhecidas pela Comissão de Valores Mobiliários; ou</p>	<p>Art. 7º(...)</p> <p>§ 8º Os ativos financeiros de emissores privados das carteiras dos fundos de investimento de que tratam a alínea “a” do inciso III, alínea “a” do inciso IV e o inciso VII deste artigo devem obedecer às seguintes condições: (...)</p> <p>III - cotas de classe sênior de fundo de investimento em direitos creditórios (FIDC) classificado como de baixo risco de crédito por agência classificadora de risco, registrada ou reconhecida pela Comissão de Valores Mobiliários; ou</p>
	<p>Art. 8º(...)</p> <p>§ 3º (...)</p> <p>III - cotas de classe sênior de fundo de investimento em direitos creditórios (FIDC), constituídos sob a forma de condomínio fechado, classificado como de baixo risco de crédito por, pelo menos, duas agências classificadoras de risco, registradas ou reconhecidas pela</p>	<p>Art. 8º(...)</p> <p>§ 3º (...)</p> <p>III - cotas de classe sênior de fundo de investimento em direitos creditórios (FIDC), constituídos sob a forma de condomínio fechado, classificado como de baixo risco de crédito por agência classificadora de risco, registrada ou reconhecida pela Comissão de Valores Mobiliários; ou</p>

	Comissão de Valores Mobiliários; ou	
–	–	Art. 14 (...) § 4º. O total das aplicações de todos os investidores com natureza de regime próprio de previdência social, considerados em conjunto, em cotas seniores de uma mesma série de um fundo de investimento em direitos creditórios (FIDC), deverá representar, no máximo, 50% (cinquenta por cento) do total de cotas seniores dessa série efetivamente subscritas ou adquiridas.

Adicionalmente, destacamos os seguintes ajustes adicionais de redação e de referências cruzadas no texto da Resolução nº 3.922/10, do CMN, em decorrência das sugestões de alterações materiais expostas acima:

Ajustes de redação e de referências cruzadas		
Redação vigente	Proposta	Sugestões da ANFIDC
Art. 7º(...) VII - até 5% (cinco por cento) em: a) cotas de classe sênior de fundos de investimento em direitos creditórios, constituídos sob a forma de condomínio fechado; ou b) cotas de fundos de investimento classificados como renda fixa ou como referenciados em indicadores de desempenho de renda fixa que contenham em sua	Art. 7º(...) VII - até 5% (cinco por cento) em: a) cotas de classe sênior de fundos de investimento em direitos creditórios, constituídos sob a forma de condomínio fechado; ou b) cotas de fundos de investimento classificados como Renda Fixa, constituídos sob a forma de condomínio aberto, que contenham em sua denominação o sufixo	Art. 7º(...) VII - até 5% (cinco por cento) em cotas de fundos de investimento classificados como Renda Fixa, constituídos sob a forma de condomínio aberto, que contenham em sua denominação o sufixo "Crédito Privado" (Fundos Renda Fixa), conforme regulamentação estabelecida pela Comissão de Valores Mobiliários.

denominação a expressão "crédito privado".	“Crédito Privado” (Fundos Renda Fixa), conforme regulamentação estabelecida pela Comissão de Valores Mobiliários.	
Art. 7º(...) § 3º As aplicações previstas nos incisos III e IV e na alínea "b" do inciso VII subordinam-se a que o regulamento do fundo determine: (...)	Art. 7º(...) § 3º As aplicações previstas nos incisos III e IV e na alínea "b" do inciso VII subordinam-se a que o regulamento do fundo determine: (...)	Art. 7º(...) § 3º As aplicações previstas nos incisos III, IV e VII subordinam-se a que o regulamento do fundo determine: (...)
–	Art. 14. (...) § 3º O limite de que trata o caput será de até 5% (cinco por cento) do patrimônio líquido dos fundos de investimento de que tratam o inciso VII do art. 7º, a alínea “a” do inciso IV e os incisos V e VI do art. 8º.	Art. 14. (...) § 3º O limite de que trata o caput será de até 5% (cinco por cento) do patrimônio líquido dos fundos de investimento de que tratam os incisos VI e VII do art. 7º, a alínea “a” do inciso IV e os incisos V e VI do art. 8º.