



NOTA EXPLICATIVA CVM Nº 7.

Ref.: Resolução nº 470 do Banco Central do Brasil, consubstanciando decisão do Conselho Monetário Nacional, tomada na Reunião de 24 de abril de 1978.

I - INTRODUÇÃO

A filosofia que norteou a Resolução nº 470 foi a de enfatizar a utilização do Sistema DL 157 como fator indutor do desenvolvimento do mercado de ações e debêntures brasileiro. Com esta abordagem, procurou-se atingir os três objetivos globais adiante descritos:

I - Educar e Atrair para o Mercado de Ações e Debêntures os Indivíduos com Potencial de Poupança:

Buscou-se sensibilizar o contingente de contribuintes do imposto de renda, que já atinge 2,2 milhões de pessoas, para os aspectos relevantes da operação de investimento a longo prazo;

II - Fortalecimento da Empresa Privada Nacional:

Procurou-se reforçar ainda mais o direcionamento dos recursos dos fundos fiscais para a capitalização das companhias sob controle de capitais privados nacionais;

III - Desenvolvimento do Sistema de Distribuição de Valores Mobiliários:

O elenco de medidas contidas na Resolução também visou estimular a competição entre os administradores dos recursos do Sistema, incentivar o núcleo de instituições voltadas, predominantemente, para o mercado de valores mobiliários e aumentar o esforço de marketing na atividade de underwriting.

Estes três objetivos são pré-condições para o atingimento de um mercado eficiente, ou seja, um mercado que funcione com alta eficácia alocativa, canalizando parcela ponderável da poupança nacional para as companhias e setores mais dinâmicos e funcionando ao menor custo. Pretende-se, também, que o mercado eficiente tenha condições de induzir os indivíduos a um maior nível de poupança voluntária, além de reorientar parte da poupança já existente para a aplicação em ações e debêntures.

II - ASPECTOS RELATIVOS À EDUCAÇÃO E ATRAÇÃO DO CONTRIBUINTE PARA O MERCADO DE VALORES MOBILIÁRIOS

A Resolução nº 470, em vários de seus itens, objetiva atingir o contribuinte-investidor, em consonância com a meta básica referida anteriormente. Os itens que tratam desse ponto referem-se a:

I - Critérios de Diversificação (item I):

A redução dos percentuais máximos de concentração da carteira em valores de emissão de uma só companhia (de 5% para 4%) e de participação no capital das companhias (de 20% para 10%), visa, entre outros objetivos abordados, reduzir o risco global das carteiras dos fundos;

II - Taxa de Administração (itens III, IV e V):

A alteração na tabela regressiva estipulada na Resolução nº 385, de 21.07.76, introduzindo taxas de administração mais reduzidas para fundos com patrimônio acima de Cr\$ 1,8 bilhão, objetiva transferir para os contribuintes-investidores parte dos ganhos decorrentes da economia de escala obtidos pelos administradores de fundos com carteiras acima daquele valor.

III - Contribuição para o Comitê de Divulgação do Mercado de Capitais:

CODIMEC (item VII): Parte da receita (3%) auferida pelos gestores de fundos fiscais DL 157 passará a ser investida em programas de educação e divulgação do mercado acionário, visando a um investimento institucional de médio e longo prazo que possa redundar na efetiva educação e atração do contribuinte para aplicação em valores mobiliários;

IV - Informações as Quotistas (itens XI a XVII):

A Resolução introduz um sistema de informação mais completo para todos os quotistas, fornecendo-lhes, com caráter educativo, os dados que realmente possam influir no processo decisório, além de mantê-los totalmente informados sobre a performance dos fundos e da posição atualizada de seus investimentos. O custo adicional a ser incorrido pelos fundos, em função da enorme massa de contribuintes a ser melhor informada, deverá ser grandemente compensado pelos aspectos educativos do sistema;

V - Distribuição de Dividendos (itens XVIII a XXIII):

A partir de 1979, com base nos resultados obtidos no corrente ano, todos os fundos DL 157 deverão estabelecer política de distribuição de dividendos, sob a forma de pagamento em dinheiro ou, alternativamente, em quotas livres para resgate, denominadas "quotas-dividendos". Tal obrigatoriedade, consistentemente com a filosofia da nova Lei das S/A, dará aos contribuintes possibilidade de realizar parte dos ganhos obtidos pelos fundos durante o prazo legal de permanência compulsória no Sistema. Espera-se que os investidores, gestores de fundos e companhias abertas, passem a encarar os dividendos com o mesmo enfoque positivo com que o Congresso Nacional abordou a matéria, na LEI Nº 6.404. A Resolução tornou obrigatória a distribuição de dividendos a partir da receita monetária (dividendos, bonificações em dinheiro, juros de debêntures e rendimentos de LTNs) dos fundos, objetivando educar os contribuintes sob o enfoque de que o investimento a longo prazo deve ser encarado mais pelo aspecto da renda gerada do que pelo dos ganhos de capital. A distribuição de dividendos, até então facultada mas não adotada pelos fundos, limitou-se à receita monetária com o sentido de induzir os administradores a



CVM *Comissão de Valores Mobiliários*

, NOTA EXPLICATIVA CVM Nº 7.

transferirem aos quotistas apenas os rendimentos em espécie recebidos das empresas e de eventuais aplicações de LTNs, mantendo o capital aplicado inalterado. Com tal política, compatibilizam-se dois objetivos, o de distribuir aos quotistas a parcela do retorno da carteira proveniente de rendimentos em espécie, e o de se limitar o vazamento de recursos voltados para o desenvolvimento do mercado. Cabe mencionar que as sociedades de investimento regidas pelo DL 1.401 já mantêm políticas de dividendos consistentes com o princípio introduzido na Resolução nº 470.

VI - Conflitos de Interesse (item X):

A Resolução estabelece, que as ordens de compra e venda de ações em Bolsas de Valores, oriundas de Fundos 157, sejam executadas por sociedades corretoras sem quaisquer vínculos com a instituição gestora ou com outros fundos fiscais. Pretende-se, com tal medida, reposicionar o administrador e voltá-lo totalmente para a busca da otimização da performance do fundo sob sua gestão, sem quaisquer interesses em outros negócios sub-produtos da existência do fundo sob sua gestão.

III - ASPECTOS RELATIVOS AO FORTALECIMENTO DAS COMPANHIAS PRIVADAS NACIONAIS

Desde 1974 o Governo vem direcionando os investidores institucionais para aplicação de seus recursos predominantemente em companhias privadas nacionais (Fundos DL 157, Seguradoras, Sociedades de Investimento do DL 1.401, Entidades de Previdência Privada e Fundo de Participação Social) de forma a reverter a tendência de concentração da demanda de valores de companhias estatais. Com esta postura do Governo, já se vem constatando um crescente interesse dos detentores de poupanças voluntárias por valores de companhias privadas nacionais, inclusive no mercado primário. Adicionalmente ao maior direcionamento dos recursos do Sistema DL 157 para aquelas companhias, considera-se oportuno o estímulo à indústria de "underwriting", objetivando criar um efeito multiplicador dos recursos destinados pelo Governo ao desenvolvimento do setor, já que estes são reconhecidamente insuficientes para solucionar o problema de capitalização da empresa privada. A Resolução cobriu este objetivo nos itens a seguir explanados:

I - Direcionamento dos Recursos para Valores de Emissão de Companhias Privadas Nacionais (item I):

A elevação da parcela da carteira (de 75% para 80%) dos fundos que deve estar obrigatoriamente investida em valores de companhias privadas nacionais, objetiva garantir que praticamente todo o acréscimo de recursos do Sistema em 1978 será investido em ações e debêntures daquelas empresas. Esta alteração se baseia no fato de que após o alongamento do prazo de resgate, os recursos do Sistema vêm crescendo aceleradamente, devendo tal expansão se acentuar em 1978, 1979 e 1980. Cabe mencionar, que a recente RESOLUÇÃO Nº 457 do CMN, praticamente dobrou o elenco de alternativas de companhias abertas privadas nacionais, que poderão vir a se beneficiar do maior volume de recursos direcionado por este item da Resolução nº 470;

II - Desenvolvimento da Indústria de Underwriting (itens VIII, IX e XXIV):



As limitações de absorção de ofertas públicas de sobras de emissões de valores mobiliários, individualmente por fundo e, em agregado pelo conjunto de fundos DL 157, objetivaram induzir as instituições atuantes no setor de "underwriting" a desenvolver esforços de marketing no sentido de atrair a poupança voluntária para novos lançamentos. Espera-se que esta medida venha a redundar num efeito multiplicador dos fundos fiscais no mercado primário. Adicionalmente, o item I, já comentado anteriormente, introduziu novos critérios de diversificação que também tendem a compelir os fundos a investir uma maior proporção de seus recursos em companhias nas quais não tenham ainda aplicações significativas, inclusive em emissões primárias de companhias sem tradição em bolsa. Objetivou-se, também, com tais critérios de diversificação, desconcentrar a propriedade das companhias e propiciar com isto o surgimento de um mercado natural para suas ações.

Reconhecendo-se a existência de um grande número de companhias abertas com poucos acionistas minoritários e pequena percentagem do capital disseminada no mercado, previu-se a flexibilização da regra para os dois primeiros lançamentos de empresas com pouca liquidez (não constantes das carteiras do IBV e BOVESPA) e mais de 90% das ações em poder do acionista controlador (conforme definido na LEI Nº 6.404). No caso de emissões públicas, nas quais as sobras forem inferiores a Cr\$ 5,0 milhões, permitiu-se que somente um fundo absorva 100% das sobras, como medida de racionalidade e viabilidade econômica, sem prejuízo dos tetos máximos de participação no capital das empresas (10% do capital votante ou total) e de aplicação de parte da carteira em valores de emissão de uma só companhia (4% do valor total da carteira).

Quanto aos custos de distribuição de valores mobiliários no mercado primário, reduziu-se a taxa máxima cobrável das companhias emissoras de 4% para 2%, no caso em que o subscritor das ações for um fundo fiscal, visando-se beneficiar as empresas captadoras dos recursos do Sistema DL 157, assim como induzir os "underwriters" a um maior esforço de colocação junto a outros investidores, quando a taxa é livre. A taxa de 4% vigente anteriormente foi mantida para as ofertas públicas de valores nos quais efetivamente existe uma maior dificuldade de colocação, dada a pouca ou nenhuma liquidez dos valores das companhias emissoras.

IV - ASPECTOS RELATIVOS AO DESENVOLVIMENTO DO SISTEMA DE DISTRIBUIÇÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

O Governo considera fundamental o desenvolvimento de um Sistema de Distribuição compatível com o objetivo de tornar o mercado o mais eficiente possível. Para tanto, são necessários alguns requisitos, tais como alta competitividade entre as instituições e confiabilidade de todos os participantes do mercado (empresas, investidores e intermediários). No tocante a ambos os requisitos, o CMN procurou incluir na Resolução nº 470 medidas que aumentassem o grau de competição entre os gestores de fundos e entre as sociedades corretoras de valores, além de buscar a maior confiabilidade de todos no mercado, principalmente por parte dos contribuintes (vide Capítulo II desta Nota) e das empresas emissoras (reduzindo o custo de distribuição e acenando com a possibilidade de um maior volume de lançamentos, em função da esperada alavancagem dos recursos do Sistema DL 157). No campo do Sistema de Distribuição, a Resolução contém os seguintes itens:

I - Redução nas Taxas de Administração Máximas Permissíveis aos Fundos de Maior Dimensão (item III):

Além de beneficiar diretamente os quotistas, conforme comentário anterior, esta medida induzirá a um esforço maior dos gestores de tais fundos em busca de maior produtividade e eficiência, o que tornará a concorrência mais acirrada e permitirá melhores serviços;

II - Privatização na Gestão dos Fundos Fiscais DL 157 (item VI):

Este item atendeu a antiga reivindicação das instituições privadas e recomendação da Comissão Consultiva de Mercado de Capitais (COMEC), órgão assessor do CMN. Acredita-se que a preservação dos recursos do Sistema DL 157, exclusivamente para as instituições privadas, irá estimular a um maior investimento em estruturas técnicas e de marketing, inclusive atraindo novos talentos para o setor. Adicionalmente, a presença de instituições financeiras estatais neste setor de atividade, tipicamente privado, poderá distorcer o equilíbrio de forças que deve existir para prevalecer uma sadia competitividade;

III - Eliminação de Conflitos de Interesse (item X):

Esta nova medida, já comentada anteriormente, busca dar maior equidade no acesso pelas corretoras aos recursos destinados pelo Governo ao desenvolvimento do mercado, além de estimular uma sadia concorrência entre as sociedades corretoras não gestoras de fundos DL 157 ou não ligadas a grupos empresariais gestores.

O conceito de sociedade corretora "ligada" é o mesmo constante do item IX da Resolução nº 340/75 do CMN, que definiu o conceito da companhia "ligada" para efeito de vedação à aplicação de recursos dos fundos fiscais em valores mobiliários emitidos por companhias com tal classificação. A filosofia por trás desta medida é bastante clara, esperando-se que realmente venha a ocorrer um carregamento das ordens de compra e venda diretamente do fundo para as corretoras executoras, mesmo quando a instituição administradora do fundo estiver sediada em praça diferente daquela onde se situar a Bolsa de Valores em que as ordens forem executadas. Pretende-se que quaisquer contratos de distribuição celebrados entre empresas do grupo financeiro gestor do fundo e a corretora efetivamente executora das ordens em alguma das Bolsas de Valores existentes no País, venham a beneficiar apenas o fundo pela eventual redução das despesas de corretagem e não o grupo financeiro administrador. Vale mencionar que o Governo tem uma posição de absoluta neutralidade quanto às sociedades corretoras que atualmente administram fundos fiscais, esperando que estas optem pela posição mais compatível com sua vocação natural: a de executoras de ordens do Sistema DL 157 ou a de administradoras de fundos fiscais.

V - CONSIDERAÇÕES FINAIS

A ação da CVM e do Banco Central no que se refere à revisão do Sistema DL 157, não se encerrou com a decisão tomada pela CMN em 24.04.1978, que cobriu aspectos relativos à administração dos fundos fiscais, aplicação de recursos e o relacionamento dos fundos com os contribuintes-investidores. No tocante ao projeto elaborado conjuntamente pelos dois órgãos, e analisado amplamente pela COMEC, restam ainda algumas importantes providências administrativas, a serem tomadas após a conveniente discussão com outras instâncias governamentais e privadas. São elas:



I - Na Área da Secretaria da Receita Federal - A SRF está analisando as proposições da CVM/BACEN no tocante à alteração no esquema de captação dos incentivos pelos fundos fiscais, alargamento da rede recolhadora de declarações de imposto de renda das pessoas físicas e aperfeiçoamento no sistema de liberação de recursos pela SRF/Banco do Brasil. Estas medidas, que serão encaminhadas pelo Ministro da Fazenda à Presidência da República, para decisão final, são voltadas para corrigir aspectos também importantes do Sistema DL 157, em complemento àqueles que se tentaram aperfeiçoar com a Resolução nº 470.

II - Na Área do Banco Nacional do Desenvolvimento Econômico - A COMEC recomendou que os CCAs não utilizados pelos contribuintes, que serão transferidos ao Fundo Nacional de Desenvolvimento para aporte ao PIS/PASEP, conforme a Lei nº 6.419/77 estipulou, sejam aplicados pelo BNDE prioritariamente em quotas de fundos fiscais DL 157 geridos por instituições financeiras privadas, pelo prazo de seis anos, e segundo um critério de busca de melhores taxas de retorno e de distribuição de dividendos. Esta medida, uma vez adotada pelo BNDE, contribuiria para desconcentrar os pólos de decisão de investimento, além de fazer retornar às instituições financeiras privadas, recursos destinados pelo Governo ao desenvolvimento do mercado de valores mobiliários.

III - Na Área dos Administradores de Fundos Fiscais DL 157 - A COMEC recomendou que os administradores de fundos fiscais se auto-regulassem no tocante à publicidade veiculada na época da captação de CCAs, evitando efetuar campanhas através do veículo televisão exceto no caso em que tais campanhas fossem institucionais, isto é, que se concentrassem em aspectos benéficos do Sistema DL 157 como um todo, mas não de algum fundo em particular. Pretende-se que os atuais administradores de fundos fiscais se voltem cada vez mais para a meta educacional almejada pelo Governo. No caso, preferiu o Governo não interferir de pronto neste campo, o da publicidade na captação de incentivos (CCAs), esperando que a própria comunidade de negócios estabeleça regras sadias e benéficas ao contribuinte.