

OF. DIR – 010/2016

São Paulo, 16 de março de 2016.

Ilmo. Srs.

Leonardo P. Gomes Pereira

Presidente

Comissão de Valores Mobiliários – CVM

Antonio Carlos Berwanger

Superintendência de Desenvolvimento de Mercado - SDM

Comissão de Valores Mobiliários – CVM

Ref.: Edital de Audiência Pública SDM nº 05/2015 – Minuta de Instrução sobre a constituição, o funcionamento e a administração de Fundos de Investimento em Participações (“Edital”)

Prezados Senhores,

Em relação ao referido edital, a ANBIMA, agradece a oportunidade de contribuir com a Audiência Pública SDM 05/2015 que trata da “Minuta de Instrução sobre a constituição, o funcionamento e a administração de Fundos de Investimento em Participações” (FIP ou FIPs) que irá substituir e revogar a Instrução nº 391 da CVM, de 16 de julho de 2003 (“Nova 391” e “ICVM 391”, respectivamente), assim como consolidar as demais instruções esparsas que tratam das modalidades adicionais de fundos de investimentos em participações, ou seja, Instruções nº 209, nº 406 e nº 460 da CVM.

Introdução

Parabenizamos a autarquia pela iniciativa de racionalização das regras aplicáveis aos FIPs, realizada por meio da consolidação das quatro principais normas em uma única, que se traduziu na categorização desses fundos de acordo com as características dos ativos alvo. Neste aspecto,



pontuaremos alguns ajustes visando permitir maior amplitude dos produtos, bem como possibilitar uma transição mais suave ao mercado.

O amadurecimento institucional e a introdução de inovações financeiras geram a necessidade de aprimoramentos nas regras e, eventualmente, da revisão de arcabouços regulamentares inteiros. Ao mesmo tempo em que a regulação financeira promove mudanças no *modus operandi* dos agentes, mercados e instituições financeiras, ela também deve responder à contínua transformação do segmento. Nesse contexto, a modernização e o aprimoramento das regras de constituição, administração, funcionamento e divulgação de informações dos fundos de investimento em participações propostos pela CVM nesse edital constituem uma iniciativa fundamental para que esse segmento amplie, cada vez mais, sua funcionalidade para o desenvolvimento econômico brasileiro ao longo dos próximos anos.

É notável o crescimento da indústria de FIPs ao longo dos últimos anos. Em 2005 a indústria totalizava apenas 28 (vinte e oito) fundos e ao final de 2015, conforme dados da CVM, havia mais de 800 (oitocentos). O mesmo observa-se em relação ao patrimônio líquido: dez anos atrás os FIPs totalizavam R\$ 2,5 (dois e meio) bilhões em patrimônio líquido e, em 2015 esse montante já superava os R\$200 (duzentos) bilhões.

Consideramos como um dos maiores avanços trazidos nesta minuta a melhor definição das responsabilidades do administrador e do gestor do fundo, movimento iniciado pela autarquia com a edição da Instrução CVM nº 555 e da Instrução CVM nº 558. Essa distinção é fundamental para o desenvolvimento do mercado e contribuirá certamente para aumentar a qualidade dos serviços prestados pelas instituições. É essencial também destacar a importância do gestor, tanto no momento da estruturação do produto e de sua concepção, quanto no acompanhamento do dia-a-dia das companhias investidas e influenciando na definição da política estratégica destas.

Apesar de entendermos a preocupação da autarquia em manter o administrador como *gatekeeper* do fundo, a Associação tem interesse em aprofundar e auxiliar nas discussões acerca da segregação de atividades e responsabilidades entre o administrador e o gestor de fundos de investimento em geral, incluindo, mas não se limitando aos fundos de investimento em participações.

Outro ponto de destaque é a permissão para que os FIPs realizem investimento no exterior, possibilitando aos gestores buscar oportunidades e diversificação dos portfólios desses veículos, em linha com a tendência generalizada em todo o mundo, proporcionando à indústria brasileira um alinhamento com seus pares internacionais.

Ao mesmo tempo em que tais possibilidades permitirão maior amplitude de investimentos e por consequência maior diversificação dos riscos, por meio do acesso a outras economias, acreditamos ser necessário um debate aprofundado acerca das salvaguardas necessárias para permitir o bom desempenho e controle dessas operações.



A ANBIMA destaca que compartilha do objetivo de contínua modernização e se manifesta em resposta, encaminhando sugestões de aprimoramento, e eventuais alterações e esclarecimentos, às mudanças propostas na minuta de instrução disponibilizada no edital. Para fins de esclarecimento, informamos que os comentários e sugestões foram realizados de acordo com a ordem dos artigos.

Seção I - Registro (CAPÍTULO II – REGISTRO, FUNCIONAMENTO E ENQUADRAMENTO)

Os ajustes propostos neste capítulo têm por objetivo tornar mais claro o funcionamento do produto, bem como a identificação das novas categorias.

1. *Art. 2º O funcionamento do fundo depende de prévio registro na CVM, o qual será automaticamente concedido mediante o protocolo na CVM dos seguintes documentos e informações:*

(...)

Parágrafo único. Enquanto não estiver disponível sistema informatizado de concessão de registro automático e de recepção de documentos, o registro automático a que se refere o caput produzirá efeitos decorridos 10 (dez) dias úteis do protocolo do pedido na CVM.

Esclarecimento:

O caput do artigo estabelece que o funcionamento do fundo depende de prévio registro na CVM, que será automático após o protocolo dos documentos na CVM. Por outro lado, o parágrafo único indica que enquanto não for disponibilizado sistema informatizado, o registro automático produzirá efeitos somente após dez dias úteis do envio dos documentos. Nesse sentido, gostaríamos de confirmar o entendimento de que será dispensada a necessidade de concessão de registro de emissor através de emissão de ofício desta autarquia, sendo o registro automaticamente concedido, independentemente de manifestação expressa desta CVM, após a entrega dos documentos listados nos incisos do *caput* do artigo (i) em 10 dias úteis após o protocolo dos documentos antes da disponibilização de sistema; ou (ii) no mesmo dia do *upload* de tais documentos no sistema informatizado, quando disponível; permitindo ao fundo iniciar suas atividades nas respectivas datas previstas na norma.

2. *Art. 3º Da denominação do fundo deve constar a expressão "Fundo de Investimento em Participações", acrescida da referência à classificação do fundo, caso aplicável, nos termos do disposto no Capítulo III.*



§ 1º A classificação do fundo, caso aplicável, nos termos do disposto no Capítulo III, deverá ser realizada no momento da oferta pública de distribuição de cotas.

§ 2º Parágrafo único. À denominação do fundo não podem ser acrescidos termos ou expressões que induzam interpretação indevida quanto a seus objetivos, sua política de investimento, seu público alvo ou o eventual tratamento tributário específico a que estejam sujeitos o fundo ou seus cotistas.

Justificativa e Esclarecimento:

O item 3.2 do edital da audiência pública dispõe que os FIPs não estão necessariamente obrigados a se enquadrar em uma das diferentes categorias. Entretanto, em seguida, esclarece que caso suas carteiras estejam enquadradas nos investimentos possíveis previstos para uma determinada categoria, o FIP deverá indicar o nome da respectiva categoria em sua denominação, ainda que não utilize as dispensas regulatórias previstas.

Esta afirmação trouxe algumas preocupações, principalmente no que diz respeito ao crescimento das companhias investidas durante a vida do fundo, e parece ir além da regra estabelecida no parágrafo único do art. 14. Portanto, gostaríamos de entender de forma detalhada o que ocorreria se um FIP, sem acréscimo de nenhuma das categorias possíveis nem definição de segmento em sua política de investimento, viesse a deter ocasionalmente apenas investimentos em companhias com volume de receitas que se enquadrem na categoria, por exemplo, de Capital Semente ou Empresas Emergentes, mesmo sem utilizar nenhuma das dispensas previstas.

Diante do exposto, sugerimos a inclusão do § 1º com o objetivo de esclarecer que o enquadramento deve ser realizado somente quando da distribuição de cotas, momento em que é definido o objetivo do fundo. Tal sugestão tem a intenção de evitar que eventuais flutuações de valor das companhias investidas e/ou processos de desinvestimentos que resultem apenas em investimentos em companhias que cumpram requisitos das categorias específicas ensejem a necessidade de alteração da nomenclatura do fundo e observância dos procedimentos necessários para tanto.

Seção II - Funcionamento (CAPÍTULO II – REGISTRO, FUNCIONAMENTO E ENQUADRAMENTO)

- Art. 5º O FIP, constituído sob a forma de condomínio fechado, é uma comunhão de recursos destinados à aquisição de ações, bônus de subscrição ou outros títulos e valores mobiliários conversíveis ou permutáveis em ações, bem como debêntures simples, de emissão de companhias, abertas ou fechadas, em todos os casos participando do processo decisório da companhia investida, com efetiva influência na definição de sua política estratégica e na sua gestão.*



Art. 11. O fundo deve manter, no mínimo, 90% (noventa por cento) de seu patrimônio líquido investido nos ativos previstos no art. 5º, observado, quando aplicável, os arts. 15 e 17.

(...)

§ 2º Para fins de atendimento ao limite referido no caput, o FIP pode investir em debêntures simples, respeitado o limite de 33% de seu capital comprometido.

Justificativa:

Reiteramos a proposta de inclusão das debêntures simples no rol dos ativos elegíveis aos FIPs, desde que haja efetiva influência na definição da política estratégica e gestão da companhia investida. A Autarquia não incluiu tal possibilidade na audiência, mas solicitou por meio do edital o envio de manifestações sobre as possíveis formas de o fundo assegurar tal influência no caso da realização de investimento por meio de debêntures simples, bem como a conveniência de se permitir o investimento pelo FIP em tais ativos como regra geral.

Entendemos que a finalidade da norma, que originalmente instituiu o FIP, foi a de viabilizar que companhias que desejassem permitir a seus investidores uma participação mais direta e efetiva em seus negócios pudessem captar recursos no mercado de capitais em termos e condições diferenciados, sendo a participação no processo decisório da companhia investida, “com efetiva influência na definição de sua política estratégica e na sua gestão” inerente aos investimentos característicos de um FIP.

Essa missão do FIP não é afetada ou prejudicada na hipótese de o fundo investir seu patrimônio em debêntures simples, não conversíveis ou permutáveis em ações, desde que seja assegurado ao titular da debênture participar “do processo decisório da companhia investida, com efetiva influência na definição de sua política estratégica e na sua gestão”. Nesse ponto, é importante ressaltar que o Colegiado da CVM já se manifestou favoravelmente nesse sentido, no Processo CVM Nº RJ/2005/3402, onde autorizou a aquisição de debêntures simples desde que sejam asseguradas a participação no processo decisório e efetiva influência na definição da política estratégica e na gestão da companhia investida.

O mercado entende que tal ingerência pode ocorrer pela indicação de membros do conselho de administração ou pela criação de comitê de debenturistas com a prerrogativa de deliberar sobre as decisões da companhia, ou através do condicionamento de determinadas decisões de competência tipicamente assemblear ou administrativa (i.e. conselho de administração/diretoria) à aprovação de assembleia de debenturistas. Ou seja, são criados, nos documentos da debênture ou acessórios, estruturas de governança através da qual a companhia deve, antes de submeter determinados assuntos à deliberação do conselho ou da assembleia de acionistas, obter a aprovação dos debenturistas, tornando anulável qualquer



decisão posterior que não cumpra com esta formalidade. Importante notar que não falamos aqui de condições que resultem em, por exemplo, vencimento antecipado da debênture – o que se enquadra no perfil de *covenants* financeiros e não de ingerência efetiva. Na verdade, o mecanismo de influência ora descrito encontra semelhança com a influência típica dos debenturistas titulares de debêntures conversíveis prevista no parágrafo 2º do Artigo 57 da Lei das S.A., que traz a necessidade de aprovação prévia, pelos debenturistas, de determinadas matérias típicas da assembleia de acionistas. Nesta seara, entendemos que a possibilidade de criação desse tipo de mecanismo em uma debênture simples, que condiciona a validade da decisão da assembleia de acionistas ou dos órgãos administrativos à aprovação dos debenturistas, cumpre o requisito de efetiva influência visada pela norma. São exemplos de matérias que podem estar sujeitas a esta dinâmica: a indicação de chapas para o conselho de administração, a criação de limites financeiros e operacionais ao conselho de administração, bem como quaisquer outros temas típicos de deliberação dos acionistas ou administradores.

Além de situações em que é possível verificar o mecanismo acima descrito, também entendemos que deve ser possível ao fundo que já é acionista da companhia a aquisição de debêntures simples como reforço/complemento à sua participação acionária. Nestes casos, o fundo poderá auxiliar a companhia investida na obtenção de captações menos custosas e mais céleres, o que seria interessante para os acionistas da companhia investida e, por consequência, para o próprio FIP.

Além disso, a estratégia de adquirir instrumentos simples de dívida pode ser interessante para o FIP, pois permite uma melhor segregação dos riscos e estratégia de investimentos, sem que se perca a influência significativa na companhia investida.

Como benefício econômico do investimento em debênture simples, destaca-se ainda a menor complexidade de sua emissão, uma vez que a emissão de debêntures conversíveis pressupõe a apuração do valor justo da companhia, necessário para que sejam negociadas as condições de conversibilidade, tornando sua emissão mais complexa e custosa. Outra hipótese que pode beneficiar os fundos é a realização do investimento inicial em companhias em que o gestor entenda não ser conveniente que o fundo assumira os riscos inerentes a uma participação acionária num primeiro momento. Desta forma, a debênture simples possibilitaria um melhor acompanhamento da companhia para posterior decisão acerca da realização de um investimento por meio da aquisição de participação societária.

Por fim, visando evitar que o fundo detenha participação em debêntures simples em percentual que venha a comprometer sua condição de investimento de renda variável, propomos a inclusão do limite máximo de investimento de 33% do capital comprometido do fundo.

4. Art. 6º A participação do fundo no processo decisório da companhia investida pode ocorrer:



(...)

Parágrafo único. Fica dispensada a participação do fundo no processo decisório da companhia investida nas seguintes hipóteses:

I - e Quando o investimento do fundo na respectiva companhia for reduzido a menos da metade do percentual originalmente investido e seja inferior a 10% do capital social da investida, no caso de transações privadas com companhias de capital fechado-;

II – Quando as companhias investidas vierem a ser negociadas em quaisquer dos segmentos de bolsa de valores, que assegure, no mínimo, níveis diferenciados de práticas de governança corporativa previstos no inciso V do Art. 7º, e desde que o Fundo não seja, posteriormente à adesão da companhia investida em tais segmentos, acionista controlador ou não faça parte do bloco de controle da respectiva companhia; ou

III – Quando o fundo tiver sua participação societária nas companhias investidas diluída como consequência de aumentos de capital ou reorganização societária das companhias investidas que causem a perda de direitos políticos do fundo perante tais companhias investidas.

Justificativa:

Tendo em vista a experiência do mercado, sugerimos a inclusão de mais duas hipóteses onde o fundo fica dispensado de participar do processo decisório da companhia investida.

Em primeiro lugar propomos a inclusão do Inciso II para possibilitar a ausência de influência nos casos em que as companhias inicialmente investidas pelo fundo venham a admitir suas ações para negociação em bolsa de valores através de oferta pública, passando assim a observar regras de governança exigidas, desde que a parcela de investimento remanescente não represente controle ou integre o bloco de controle, uma vez que este processo já demonstra o atingimento do resultado previsto pelo fundo. Em transações de abertura de capital, é recorrente que o antigo controlador (i) aliene parcela relevante de seus investimentos, e (ii) permaneça com participações menores na companhia. Nestes casos, entendemos que o fundo deveria poder contar com tal flexibilidade, com a finalidade de aproveitar eventuais acréscimos patrimoniais decorrentes da reação posterior do mercado à abertura de capital.

Adicionalmente, sugerimos a inclusão do inciso III, para possibilitar a perda de influência em casos de “diluição passiva” – ou seja, em casos em que ocorram aumentos de capital ou reorganizações societárias, tais como fusões e incorporações de companhias investidas pelo fundo que acarretem em uma diluição da proporção de ações originalmente detida pelo fundo. Tais casos, também recorrentes, usualmente acontecem em situações em que a companhia investida precisa de novos aportes e o fundo não apresenta condições para realizá-lo (seja por



ausência de caixa disponível, de saldo de capital comprometido ou por decisão do investidor, nos casos em que tais decisões sejam sujeitas a órgãos específicos de governança), dando margem à realização de tais aportes pelos outros sócios da companhia investida, diluindo assim a participação acionária do fundo e consequentemente reduzindo os direitos políticos que garantiam a influência do fundo na companhia investida.

Assim, nos termos das sugestões acima, a norma passaria a contar com previsões específicas de perda de influência em diferentes cenários, sendo aquele previsto no item I aplicável a transações privadas com companhias fechadas provocadas pelo fundo, aquele previsto no item II aplicável a transações que envolvam abertura de capital e, finalmente, o cenário previsto no item III aquele em que o fundo, em transações privadas ou públicas, tem sua participação reduzida de forma passiva.

5. *Art. 8º As companhias fechadas referidas no art. 5º devem seguir as seguintes práticas de governança:*

(...)

VI – auditoria anual de suas demonstrações contábeis por auditores independentes registrados na CVM, [entregues no prazo previsto pela legislação aplicável.](#)

[Parágrafo único. O gestor deverá adotar mecanismos que assegurem o recebimento das demonstrações financeiras auditadas de que trata o Inciso VI no prazo previsto na legislação aplicável.](#)

*Art. 46. O administrador do fundo deve **enviar** aos cotistas, à entidade administradora de mercado organizado onde as cotas estejam admitidas à negociação e à CVM, por meio do Sistema de Envio de Documentos disponível na página da CVM na rede mundial de computadores, as seguintes informações:*

(...)

*III – **anualmente, em até 1250** (cento e ~~vinte~~ [cinquenta](#) dias) dias após o encerramento do exercício social:*

Justificativa:

A sugestão de inclusão do parágrafo único ao art. 8º visa reforçar junto às companhias investidas a necessidade de realização das auditorias anuais e entrega destas no prazo de até 120 dias, assim como educar o mercado e possibilitar melhores instrumentos de pressão aos gestores na negociação de seus investimentos e na exigibilidade da entrega das DFs.



Atualmente, tanto administradores quanto gestores têm realizado melhores esforços para conseguir receber as demonstrações financeiras auditadas neste prazo, ratificando esta necessidade com a inclusão de penalidades para a empresa investida caso o prazo não seja cumprido. No entanto, na maioria das vezes ainda há atrasos no recebimento destes relatórios de auditoria, necessários para finalização da auditoria do fundo.

A falta de entrega das demonstrações financeiras das companhias investidas dentro do prazo estipulado naturalmente causa atrasos na elaboração das demonstrações financeiras do próprio fundo, e impõe riscos fiduciários adicionais aos administradores e gestores, que ficam expostos aos questionamentos dos cotistas pelo não cumprimento de entrega de informações obrigatórias e também pela não aprovação em assembleia das demonstrações anuais do fundo. Ressaltamos, ainda, que tal inserção não garante a eficiência do processo, tendo em vista que os investimentos ocorrem muitas vezes em companhias não reguladas pela CVM (de capital fechado), mas entendemos que vem a colaborar na diminuição dos atrasos. Vale notar aqui que o fato de a companhia fechada não ser regulada pela CVM e estar sujeita, usualmente, apenas ao regramento da Lei 6.404/76, causa uma relativa ausência de compromisso com a aprovação das demonstrações financeiras no prazo estrito de 120 dias, em vista da inexistência de penalidades objetivas previstas na legislação. Por isso, é um trabalho profundo aquele realizado pelos gestores e administradores na tentativa de transformar o respectivo prazo de 120 dias em algo efetivamente obedecido pelas companhias investidas. A mencionada ausência de compromisso acaba trazendo uma percepção de flexibilidade às companhias investidas, em que eventuais atrasos pequenos (de poucos dias) ou grandes (de meses) poderiam não ser problemáticos. No entanto, para o fundo, mesmo os atrasos de poucos dias podem ser cruciais para o cumprimento de suas obrigações, conforme abaixo explicitado.

Os fundos, nos termos do inciso I do Art. 24 da minuta trazida pelo edital, devem aprovar em assembleia suas demonstrações contábeis em até 150 dias após o término do exercício social a que se referirem. Quando consideramos que a companhia tem prazo de 120 dias para aprovar suas respectivas DFs, e que as demonstrações da companhia são essenciais para as demonstrações do fundo, resta aos prestadores de serviço do fundo o prazo de 30 dias para a realização e aprovação, pela assembleia de cotistas, de suas próprias demonstrações contábeis. Quando consideramos a necessidade de convocação para a respectiva assembleia geral ordinária do fundo, com prazo mínimo de 15 dias e obrigação de disponibilização de documentos para a decisão do cotista, nos deparamos então com um prazo factual de 15 dias para preparação das demonstrações contábeis do fundo após o recebimento das demonstrações contábeis das companhias investidas. Mesmo nos casos em que a companhia atenda o prazo de 120 dias, resta muito pouco tempo ao fundo. E, nessa métrica, cada dia de atraso pela companhia aumenta exponencialmente o risco do fundo. Vale mencionar, neste caso, que esta dinâmica de prazos apenas acontece quando os exercícios sociais do fundo e das companhias investidas são equivalentes.



É importantíssimo notar que este problema acompanha o mercado de *private equity* desde a edição da Instrução CVM n. 391 e o assunto não é uma novidade para esta autarquia. Há poucos anos, a CVM acatou pedidos do mercado e permitiu o prazo de 150 dias para a aprovação das demonstrações financeiras do fundo, considerando a discrepância entre os prazos anteriormente existentes. No entanto, os participantes do mercado ainda percebem dificuldades atuais e futuras, e pleiteiam as presentes alterações como tentativa de finalmente mitigar os riscos aos quais estão atualmente expostos. Naturalmente, sob a égide normativa atual, os participantes do mercado desenvolveram diferentes estratégias nos últimos anos para tentar contornar o obstáculo do atraso nas demonstrações contábeis dos fundos, incluindo o descasamento de prazo de exercícios sociais entre fundos e companhias investidas em até 2 (dois meses). Embora seja uma estratégia com algum sucesso, objetivamos um mercado ainda mais transparente e exato, sem que haja uma preocupação exacerbada dos *players* com pequenos atrasos pelas companhias.

Dessa forma, o mercado solicita à CVM o ajuste de redação no art. 46 para indicar que o administrador do fundo deverá enviar em até 150 (cento e cinquenta) dias as demonstrações contábeis do fundo e o relatório dos auditores independentes.

Finalmente, considerando a nova realidade contábil a que os fundos de investimento em participações virão a se enquadrar, métricas de avaliação do fundo com o valor justo e equivalência patrimonial afetam de forma mais sensível o trabalho dos auditores do fundo, trazendo a um trabalho que hoje já é complexo e deve ser feito em um prazo curtíssimo uma dose adicional de complexidade.

Nesse aspecto, solicitamos uma nova extensão de prazo, de 30 dias adicionais, para a aprovação das demonstrações contábeis do fundo, conforme proposto no capítulo que trata de assembleia geral desta manifestação. Nossa visão é a de que, com os ajustes ora propostos (inserção de textos para reforçar a obrigação das companhias investidas e extensão de prazo de 30 dias), os participantes do mercado terão as ferramentas necessárias para garantir o bom cumprimento da exigência da norma, trazendo a indústria para patamares ainda mais saudáveis de precificação e transparência.

6. *Art. 9º O regulamento do Fundo de Investimento em Participações deve dispor sobre:*

(...)

III – política de investimento a ser adotada pelo administrador gestor, com a indicação dos ativos que podem compor a carteira do fundo e explicação sobre eventuais riscos de concentração da carteira e iliquidez desses ativos;

Justificativa:



A minuta propôs a melhor definição das atividades do administrador e gestor, trazendo evolução à norma ao descrever as atividades de gestão no artigo 34 e esclarecendo que a contratação e negociação dos ativos financeiros cabem ao gestor. Desta forma, visando o alinhamento dos dispositivos, sugerimos que a norma indique que a política de investimento descrita no regulamento será adotada pelo gestor. Ao administrador compete fiscalizar os terceiros contratados para o fundo e fazer cumprir o regulamento.

7. *Art. 9º O regulamento do Fundo de Investimento em Participações deve dispor sobre:*

(...)

XIII – indicação de possíveis conflitos de interesses [existentes no momento de constituição do fundo](#);

Justificativa:

Sugerimos incluir texto esclarecendo que serão indicados apenas os potenciais conflitos que possam ser previstos no momento de constituição do fundo, uma vez que após a constituição do fundo eventuais novos conflitos, imprevisíveis em seu início, podem surgir e, se necessário, deverão ser tratados em assembleia geral, razão pela qual não torna possível estarem indicados no seu regulamento. Neste sentido, a sugestão tem a intenção de trazer clareza e conforto aos participantes do mercado no que diz respeito ao tratamento dos conflitos nos documentos constitutivos dos fundos de investimento em participações.

8. *Art. 9º O regulamento do Fundo de Investimento em Participações deve dispor sobre:*

(...)

§ 2º É vedado ao fundo a realização de operações com derivativos exceto quando tais operações forem realizadas exclusivamente para fins de proteção patrimonial [e/ou cambial](#).

Justificativa e esclarecimento:

A atual redação do § 2º excetua da vedação para operação com derivativos apenas as operações realizadas para fins de proteção patrimonial. Considerando que a audiência pública trouxe a possibilidade de investimento no exterior e que os FIPs em geral utilizam o mecanismo de compromisso de investimento e chamada de capital, propomos a inclusão da palavra “cambial”, visando esclarecer que poderão ser realizados *hedges* cambiais de forma a evitar



uma exposição do patrimônio do fundo frente a eventuais compromissos de investimento (para aquisição de participação acionária em companhias com sede no exterior) realizados em moeda estrangeira. É importante destacar que esse ajuste visa buscar modos de salvaguardar o patrimônio do fundo e não expô-lo a variação de moeda estrangeira, o que parece ser a intenção da regra indicada pela CVM.

Seção III – Enquadramento (CAPÍTULO II – REGISTRO, FUNCIONAMENTO E ENQUADRAMENTO)

9. *Art. 11. O fundo deve manter, no mínimo, 90% (noventa por cento) de seu patrimônio líquido investido nos ativos previstos no art. 5º, observado, quando aplicável, os arts. 15 e 17.*

(...) § 4º Para fins de verificação do enquadramento previsto no **caput**, devem ser somados aos ativos previstos nos arts. 5º, 15 e 17 os valores:

(...)

IV – aplicados em títulos públicos com o objetivo de constituição de garantia a contratos de financiamento de projetos de infraestrutura junto a instituições financeiras oficiais.

Esclarecimento: Gostaríamos de esclarecer a definição de “instituições financeiras oficiais”, se estão englobados os contratos celebrados com quaisquer instituições financeiras.

10. *Art. 11 – B. O administrador e o gestor não estão sujeitos às penalidades aplicáveis pelo descumprimento dos limites definidos nesta instrução quando o descumprimento for causado por desenquadramento passivo, decorrente de fatos exógenos e alheios à sua vontade, que causem alterações imprevisíveis e significativas no patrimônio líquido do fundo ou nas condições gerais do mercado de capitais, desde que tal desenquadramento não ultrapasse o prazo máximo de 60 (sessenta) dias consecutivos e não implique alteração do tratamento tributário conferido ao fundo ou aos cotistas do fundo.*

Parágrafo Único. O administrador deve comunicar à CVM, depois de ultrapassado o prazo de 60 (sessenta) dias referido no caput, a ocorrência de desenquadramento, com as devidas justificativas, informando ainda o reenquadramento da carteira, no momento em que ocorrer.

Justificativa:

Atualmente os FIPs não possuem regra específica para os casos de desenquadramentos passivos e acabam por observar a regra geral (Instrução nº 555 da CVM), que dispõe que os administradores devem notificar à CVM desenquadramentos passivos superiores a 15 (quinze)



dias consecutivos. Observa-se que na regra atual a ocorrência desses desenquadramentos tende a ser menos recorrente, uma vez que a contabilização do fundo se dá tal qual o estipulado pelo regulamento. Desta maneira, atualmente os fundos são contabilizados pelo valor justo, custo de aquisição ou realizam equivalência patrimonial com suas companhias investidas.

O edital de audiência pública SNC nº 03/2015 estipula que os FIPs serão qualificados como entidades de investimento e não entidades de investimento, e referida qualificação resultará em diferentes metodologias de avaliação/precificação de seus ativos: no caso de entidades de investimento, pelo valor justo dos seus respectivos ativos, e no caso de não entidades de investimento, pelo método de equivalência patrimonial. Além disso, com a possibilidade de investimentos no exterior, a variação cambial se torna também determinante na avaliação dos ativos dos fundos. Desta forma, muitos fundos deverão passar por transição, passando a lidar com atualizações e oscilações mais recorrentes dos valores em seus ativos, e por consequência ficarão sujeitos mais vezes à ocorrência deste tipo de desenquadramento. Considerando ainda que os ativos são ilíquidos, o que se traduz em um prazo estendido para realização de negociações, dificultando o reenquadramento, sugerimos que o prazo para notificação de desenquadramento destes fundos seja de 60 (sessenta) dias. A inserção de uma regra para desenquadramentos passivos é crucial para a nova realidade que a indústria de *private equity* nacional virá a enfrentar.

11. [Art. 12-B. Para fins da classificação de que trata o capítulo III, o fundo deve manter 72% \(setenta e dois por cento\) de seu capital comprometido investido nos ativos específicos de cada categoria.](#)

[Parágrafo Único: O percentual referido acima não se aplica ao FIP – Investimento no Exterior previsto no art. 18.](#)

Justificativa:

Um dos maiores avanços da instrução foi a consolidação das diversas instruções que normatizavam os FIPs em uma única regra, facilitando a operacionalização deste mercado e tornando-o mais dinâmico. Por outro lado, destacamos que esse aperfeiçoamento trouxe algumas complexidades que devem ser observadas.

Considerando que nos parece natural que as empresas possuam estágios diferentes de amadurecimento, propomos que seja estipulado um limite mínimo que deve estar investido nos ativos específicos de cada categoria, para que haja aos participantes do mercado certa flexibilidade no que diz respeito ao não enquadramento de determinadas companhias à categoria do fundo. Assim, a sugestão desta associação é que 80% (oitenta por cento) dos 90%



(noventa por cento) que devem estar investidos nos ativos previstos no art. 5º sejam aplicados em companhias que se enquadrem no perfil da categoria, resultando no número de 72% (setenta e dois por cento) sugerido acima. No mais, vale notar que a sugestão considera o limite percentual aplicado ao capital comprometido do fundo, e não do patrimônio líquido, tendo em vista as complexidades de limites de concentração atrelados a patrimônio líquido em fundos de condomínio fechado com chamada de capital.

12. Art. 13. *É permitida a constituição de fundos para investir em Fundos de Investimento em Participações e Fundos de Ações – Mercado de Acesso, denominados Fundos de Investimento em Cotas de Fundos de Investimento em Participações.*

~~§ Parágrafo único~~ 1º Os Fundos de Investimento em Cotas de Fundos de Investimento em Participações devem aplicar, no mínimo, 90% (noventa por cento) de seu patrimônio em cotas dos fundos referidos no caput, podendo investir inclusive em cotas de outros Fundos de Investimento em Cotas de Fundos de Investimento em Participações.

2º Para fins de verificação do enquadramento previsto no caput, deve-se observar o disposto no art. 11.

Justificativa:

Conforme sugestão realizada no §1º, antigo parágrafo único, sugerimos permitir aos fundos de investimento em cotas (“FICs”) investir em outros fundos de investimento em cotas, já que é uma realidade comum no mercado de *private equity* a utilização de estruturas *master-feeder*, sendo o veículo de captação dos respectivos produtos constituídos como FICs.

Além disso, aos fundos de investimento em cotas deveria ser aplicável a mesma regra de enquadramento dos demais fundos, uma vez que possuem dinâmica muito semelhante à dos fundos investidos. Assim como os FIPs, os FIC FIPs estão sujeitos a sistemáticas de chamadas de capital e ao recebimento de amortizações decorrentes de desinvestimentos realizados pelos fundos investidos (isto é, pelos FIPs). Assim, é natural que as regras de enquadramento para aplicação de recursos aplicáveis aos FIPs seja estendida aos FIC FIPs, que atualmente não encontram base legal expressa para dar tratamento aos seus limites de concentração.



Seção I – FIP – Capital Semente (CAPÍTULO III – CLASSIFICAÇÃO DOS FUNDOS)

Primeiramente, destacamos que a minuta traz grande inovação ao mercado com a criação de veículo de investimento destinado ao investimento em *start-ups*, normalmente empresas de tecnologia e inovação, incentivando o desenvolvimento destes mercados e muitas vezes trazendo impacto social. O papel da CVM é importantíssimo para o desenvolvimento e formação de um ecossistema de inovação, que tanto impulsiona economias ao redor do mundo.

O Brasil já conta, hoje, com uma base recorrente de investidores anjo e rodadas de captações. Grande parte desta base de operações não necessariamente se enquadra em captações públicas ou como as de *equity crowdfunding*. Tais investidores, em geral, demonstram qualificação técnica por serem oriundos dos mercados em que investem, ou simplesmente pelo interesse em participar do ambiente de inovação (o que a indústria se refere como *smart money*). Desta forma, o investimento anjo existe, é um mercado em ascensão e deve ser incentivado em razão dos benefícios que traz à economia real.

Entendemos que a CVM, ao trazer o FIP Capital Semente com uma grande quantidade de descontos regulatórios, tem como intenção facilitar a utilização de fundos nesse recorte da indústria e tal iniciativa é reverenciada pelo mercado. No entanto, conforme citado no edital de audiência pública, a CVM está interessada em receber manifestações a fim de avaliar a conveniência de manter a categoria de capital semente destinada unicamente aos investidores profissionais.

Considerando a realidade efetiva da indústria de investimento anjo, é possível perceber que a qualificação de tais investidores não é necessariamente financeira, mas técnica. Ou seja, não necessariamente é formada por investidores profissionais do ponto de vista de patrimônio investido no mercado. Estes investidores, então, hoje realizam tal investimento diretamente nas companhias, através de operações que ainda estão sendo compreendidas e desenvolvidas pelo mercado.

Parece-nos que o movimento mais correto deve ser o de trazer para a regulação o investidor que hoje está desprotegido – com a óbvia limitação de que sejam investidores qualificados. Afinal, a possibilidade de entrar no mercado de inovação através de fundos de investimento e gestores profissionalizados é um tanto quanto mais reconfortante do que o *status* informal em que muitos dos investidores anjo atualmente se encontram. Limitar uma estrutura de proteção tão relevante como o FIP Capital Semente apenas a investidores profissionais nos parece que acabará por resultar na manutenção do *status quo*: aqueles que realmente investem no mercado de *start ups* poderão *continuar* fazendo-o informalmente, e o FIP Capital Semente passará a ser utilizado para estruturas familiares ou empresariais de alto poder aquisitivo (como em plataformas de *corporate ventures*). Acreditamos que a intenção da CVM deve ser a de democratizar e regular este mercado, e não limitá-lo a um perfil de investidores que não necessariamente atende a realidade dos investidores atuais de *start ups*.



Desta forma, sugerimos que esses fundos tenham como público alvo os investidores qualificados, sendo necessária a inclusão de *disclaimer* no Termo de Adesão, destacando os riscos do fundo, semelhante ao que ocorre com os fundos de crédito privado, regulados pela Instrução nº 555. Acreditamos que desta maneira os investidores terão o devido conhecimento de que esse investimento possui riscos diferenciados, que devem ser devidamente observados.

13. Art. 15. O FIP – Capital Semente ~~destina-se exclusivamente a investidores profissionais e~~, além dos ativos referidos no art. 5º, pode aplicar os seus recursos em títulos ou valores mobiliários representativos de participação em sociedades limitadas, desde que assegurada a efetiva influência de que trata o art. 6º.

(...)*§ 2º Nos casos em que, após o investimento pelo fundo, a receita bruta anual da companhia ou sociedade investida exceda ao limite referido no § 1º, inciso I, o fundo deve:*

(...)*II – exigir das companhias investidas o atendimento ~~er~~ ao disposto no art. 8º, incisos III, V e VI, enquanto a receita bruta anual da investida não exceder à R\$ 300.000.000,00 (trezentos milhões de reais); ou*

III – atender ao disposto no art. 8º, caso a receita da investida supere o montante referido no inciso II.

Justificativa:

Primeiramente, conforme acima exposto, propomos alteração para que o FIP – Capital Semente seja destinado aos investidores qualificados. Além disso, gostaríamos de propor alteração de redação no Inciso II, visando esclarecer que o atendimento dos requisitos de governança dispostos nos incisos III, V e VI do art. 8º será cumprido apenas pela empresa investida que exceder o valor limite de dez milhões e não por todas as empresas investidas do FIP. A referência ficará próxima à existente para os FIP Empresas Emergentes (Inciso II do § 2º do art. 16).



Seção III – FIP- Infraestrutura e FIP- Produção Econômica Intensiva em Pesquisa, Desenvolvimento e (CAPÍTULO III – CLASSIFICAÇÃO DOS FUNDOS)

14. Art. 17. O FIP-IE e o FIP-PD&I devem manter seu patrimônio líquido investido nos ativos referidos no art. 5º, além de debêntures não conversíveis, de companhias que desenvolvam, respectivamente, novos projetos de infraestrutura ou de produção econômica intensiva em pesquisa, desenvolvimento e inovação no território nacional, nos setores de:

(...)

§ 1º Para efeito do disposto no caput, consideram-se novos os projetos implementados após 22 de janeiro de 2007.

§ 2º São também considerados novos projetos:

(...)

II – as expansões de projetos já existentes, implantados ou em processo de implantação, desde que os investimentos e os resultados da expansão sejam segregados mediante a constituição de sociedade de propósito específico.

Esclarecimento:

Gostaríamos de confirmar que a restrição imposta no § 1º não se aplica ao inciso II, ou seja, poderão ser realizadas expansões de projetos anteriores a 22 de janeiro de 2007.

Seção IV – FIP – Investimento no Exterior (CAPÍTULO III – CLASSIFICAÇÃO DOS FUNDOS)

Destacamos a importância da possibilidade trazida pela minuta ao permitir a realização de investimentos no exterior, seja de forma indireta, no limite de 20% do patrimônio líquido do fundo, ou por meio da categoria “Investimento no Exterior”. Consideramos que a previsão insere o produto no contexto internacional, uma vez que grande parte das jurisdições não possui vedação, e ao mesmo tempo expande a gama de investimentos possíveis a estes fundos, permitindo inclusive maior diversificação de riscos com o acesso a outras economias.

Por outro lado, tendo em vista que o objeto do FIP é a aquisição de participações em companhias fechadas, assim como cada jurisdição trata de forma diferente a constituição, comprovação e o exercício do direito de propriedade, consideramos importante a elaboração de boas práticas de investimentos em participações no exterior, com o intuito de preservar o bom funcionamento do mercado por meio de um ambiente sustentável e transparente.



Neste sentido, a ANBIMA entende que o FIP, ao realizar investimentos no exterior, deve assegurar: (i) de forma diligente a existência e formalização do investimento em nome do fundo; (ii) que as companhias investidas cumpram os requisitos mínimos de governança previstos na norma, ressalvadas as adaptações fruto da regulamentação da jurisdição onde se realiza o investimento; e (iii) a forma pela qual será exercida a efetiva influência na política estratégica e de gestão da companhia investida.

Dessa forma, a ANBIMA já deixa expressa sua intenção de debater e evoluir nos requisitos para a realização destes investimentos no exterior, de modo a garantir o desenvolvimento e a segurança desta indústria.

Seção V – FIP – Multiestratégia (CAPÍTULO III – CLASSIFICAÇÃO DOS FUNDOS)

15. [Art. 18.B. O FIP – Multiestratégia destina-se exclusivamente a investidores profissionais e pode investir até 100% \(cem por cento\) de seu patrimônio líquido em quaisquer dos ativos previstos no art. 5º, 15, 16 e 17, sem o compromisso de concentração em nenhum ativo em especial.](#)

[§ 1º O fundo de que trata o caput pode investir até 100% \(cem por cento\) de seu patrimônio líquido em ativos no exterior que possuam a mesma natureza econômica dos ativos referidos nos arts. 5º, 15 e 16.](#)

[§ 2º. As companhias que se enquadrem nos artigos 5º, 15, 16 e 17 poderão observar as práticas de governança e descontos regulatórios estabelecidos nesses artigos, de acordo com a receita bruta anual da companhia investida.](#)

Justificativa:

Com a consolidação das diversas normas que tratam de FIPs, foi criada a regra de que os fundos devem ser classificados de acordo com os ativos que compõem sua carteira, principalmente sob o enfoque de limites de faturamento (capital semente / empresas emergentes) e setores de atuação (infraestrutura/pesquisa & desenvolvimento). Para cada categoria, a minuta propõe determinados descontos regulatórios no que diz respeito à governança das companhias investidas, dependendo do estágio em que tais companhias se encontrem e, principalmente, da categoria escolhida pelo fundo.

Esta dinâmica, embora muito positiva para o mercado, vincula os descontos regulatórios a fundos comprometidos com determinados estágios. Ou seja, aplicam-se os descontos regulatórios necessários para investimento em companhias de capital semente apenas para aqueles fundos que se enquadrarem em tal categoria – fazendo, então, com que tal fundo invista apenas em companhias que respeitem os requisitos de tal estágio. Neste aspecto, vale



observar o comportamento da indústria na definição de estratégia de seus fundos. Por um lado, é natural encontrarmos fundos dedicados a determinados momentos das empresas investidas – cenário no qual as categorias atuais se enquadram perfeitamente. Por outro lado, também são muitos os fundos dedicados a determinados setores da economia. E, no caso de fundos setoriais, o estágio de crescimento da empresa é sempre variável, o que torna mais difícil o enquadramento em apenas uma categoria.

Por mais que a estrutura da minuta proposta na audiência pública traga, aparentemente, a possibilidade de constituição de FIPs sem quaisquer indicações de categorias, – o que se encaixa nas necessidades dos FIPs setoriais – tais FIPs não poderiam se utilizar dos descontos regulatórios aplicáveis às categorias (já que não levaria, em seu nome, a categoria representativa do estágio da companhia). A proposta do FIP Multiestratégia vem, então, trazer referida possibilidade: a de se constituir um FIP que possa se utilizar dos descontos regulatórios aplicáveis a cada categoria, dependendo do estágio de cada companhia que invista – podendo variar seus investimentos entre companhias em estágio inicial (com a devida utilização dos descontos regulatórios previstos aos FIPs Capital Semente no que diz respeito à companhia investida) e companhias de grande porte (sem quaisquer descontos de governança) dentro, por exemplo, de um mesmo setor.

Considerando ainda que este fundo não possuirá uma estratégia definida, sugerimos que possa realizar também investimentos no exterior de forma ilimitada, abrangendo de 0% a 100% de seu patrimônio líquido. Desta maneira, entendemos que tratamos a lacuna encontrada na minuta, que não possibilita a realização de investimentos no exterior no limite entre 20% e 67% do patrimônio do fundo.

Vale destacar ainda que, ao incluirmos o § 1º, notamos que pode ter havido um erro de referência no art. 12, que discrimina os ativos de mesma natureza que podem ser investidos no exterior, citando os artigos 5º, 15 e 17. Aparentemente os ativos permitidos pela categoria Produção Econômica Intensiva em Pesquisa, Desenvolvimento e Inovação, referidos no art. 17, não poderiam ser investidos no exterior, uma vez que tal categoria e a própria lei tratam de ativos de companhias que desenvolvam projetos no território nacional. Por outro lado, não haveria restrições para o investimento em ativos no exterior, descritos no art. 16, que trata da categoria Empresas Emergentes. Desta maneira, ao trazer os artigos para o § 1º na concepção deste fundo multiestratégia, incluímos os ativos de mesma natureza econômica dos ativos referidos nos arts. 5º, 15 e 16.

Por reconhecer que tal categoria de fundo pode apresentar riscos adicionais às estruturas de categoria pré-definidas da minuta, sugerimos que referido FIP possa ser ofertado apenas para investidores considerados profissionais.



(CAPÍTULO IV – COTAS)

Neste capítulo apontamos alguns itens relacionados à distribuição de cotas, bem como questões operacionais.

Seção I – Subscrição, integralização, amortização e resgate (CAPÍTULO IV – COTAS)

16. Art. 19. As cotas do fundo correspondem a frações ideais de seu patrimônio, são escriturais, nominativas, e conferem iguais direitos e obrigações aos cotistas.

Parágrafo único. O regulamento pode atribuir a uma ou mais classe de cotas distintos direitos econômico-financeiros, exclusivamente quanto à fixação das taxas de administração e de performance, e respectivas bases de cálculo, [e quanto às datas diversas de integralização e amortização de cotas](#), ressalvado o disposto no art. 10, inciso I.

Justificativa:

Propomos a diferenciação de classes de cotas de ordem econômico-financeira de forma mais ampla do que permitido atualmente (para fixação de taxas de administração e performance), especificamente no que diz respeito a datas diversas de integralização e amortização de cotas. Ou seja, a sugestão é que a indústria possa oferecer aos seus investidores diferentes níveis de risco no que diz respeito às chamadas de capital e amortizações de cotas. Neste aspecto, seria possível a criação de classes de cotas com preferência de liquidação, por exemplo, de valor principal.

Para esta sugestão, nos inspiramos no regimento dos demais fundos estruturados. Os fundos de investimento em direitos creditórios possuem como estrutura básica a diferenciação de direitos econômico-financeiros entre classes, incluindo sistemáticas de cotas seniores e subordinadas. Já aos fundos imobiliários é permitida a diferenciação por séries das datas de integralização para os fundos destinados aos investidores em geral, sendo permitidos direitos e características especiais quanto à ordem de preferência no pagamento dos rendimentos periódicos, no reembolso de seu valor ou no pagamento do saldo de liquidação do fundo para os fundos destinados aos investidores qualificados. Como tratamos, aqui, de FIPs (fundos cuja natureza precípua é de destinação a investidores qualificados), entendemos como natural a extensão de tal possibilidade a esta classe de fundos.

No mais, a sugerida diferenciação de datas para integralização e amortização poderia proporcionar a expansão da base de investidores do produto, atualmente concentrada em entidades fechadas de previdência complementar e investidores estrangeiros, por possibilitar a



diferenciação de risco de liquidação, aumentando o apetite dos investidores individuais, hoje ainda afastados da indústria de *private equity* nacional.

17. Art. 20. A subscrição e a integralização de cotas devem atender aos termos, e condições e valores estipulados no regulamento do fundo.

(...)

§ 2º ~~No ato da~~ imediatamente após a integralização das cotas, o cotista deve receber comprovante de pagamento referente à respectiva integralização, conforme disposto no regulamento do fundo e no termo de compromisso, que será ~~autenticado~~ emitido pelo administrador ou pela instituição responsável pela escrituração das cotas do fundo.

Justificativa:

Em relação ao caput, sugerimos a exclusão da expressão “e valores”, pois normalmente informações como valores de subscrição e integralização não constam no regulamento do fundo, que possui informações mais estáticas. Apenas nos casos em que a estrutura do fundo não contenha compromissos e boletins de subscrição é que tal previsão estará no regulamento. Dessa forma, a sugestão visa compatibilizar a dinâmica dos FIPs com o normativo legal.

No § 2º propomos ajustes redacionais, visando esclarecer que o cotista não receberá o comprovante no mesmo momento e sim imediatamente após a realização da integralização. Além disso, considerando que não há uma definição clara do que seria um comprovante de pagamento “autenticado pelo administrador”, propomos que a redação seja alterada para esclarecer que o comprovante de pagamento será “emitido pelo administrador” com o objetivo de deixar claro que a forma de emitir o comprovante deverá ser definida pelo administrador, que poderia realizar a confirmação por meio de e-mail, extrato, documento assinado e outros, e não necessariamente se constituiria documento físico autenticado. Entendemos que essa sugestão vai ao encontro dos interesses da CVM em racionalizar e simplificar (sem retirar qualquer garantia) a relação entre os cotistas e o administrador.

18. Art. 21. Não é permitido o resgate de cotas, sendo permitidas a amortização e a distribuição de rendimentos nos termos do previsto no regulamento do fundo.

Parágrafo único. É admitido o resgate de cotas nas hipóteses de liquidação do fundo.



Justificativa:

O mercado entende que o ato de liquidar o fundo implica a realização obrigatória do resgate de cotas. Por isso, sugerimos a inclusão de parágrafo único, esclarecendo que nas hipóteses de liquidação do fundo, seja por término do prazo de duração, por decisão da assembleia geral ou por ato do administrador, será realizado o resgate de cotas.

Seção II – Distribuição e negociação (CAPÍTULO IV – COTAS)

19. Art. 22. A oferta pública de distribuição de cotas de FIP depende, ressalvadas as hipóteses de dispensa de registro de distribuição previstas na regulamentação, de prévio registro na CVM e deve ser realizada por instituições intermediárias integrantes do sistema de distribuição de valores mobiliários ou instituições administradoras ou gestoras atuando na distribuição de cotas de seus próprios fundos, em conformidade com o disposto na regulamentação aplicável, respeitadas, ainda, as disposições desta Seção.

§ 1º O pedido de registro de oferta pública de distribuição, quando aplicável, deve ser instruído com os documentos e informações referidos no art. 3º 2º, incisos IV a VI, além daqueles requeridos nos termos da regulamentação aplicável.

§ 2º São permitidas a permanência e a realização de novas aplicações, seja por meio de ofertas públicas, ofertas públicas com esforços restritos em FIPs, de cotistas que não se enquadrem como investidores qualificados e/ou profissionais, desde que tais cotistas tenham ingressado em concordância com os critérios de admissão anteriormente vigentes à norma que dispõe sobre a qualificação dos investidores.

Justificativa:

A alteração sugerida no caput tem o objetivo de ajustar o texto da norma de modo que esta contemple não apenas a hipótese de ofertas públicas, mas também aborde as situações em que o registro da oferta é dispensado nos termos previstos na regulamentação (Instrução CVM nº 476, de 16 de janeiro de 2009).

No mesmo sentido, sugerimos ajuste de redação para o §1º, para esclarecer que o parágrafo não se aplica nos casos de oferta pública com esforços restritos. Ainda em relação ao §1º sugerimos o ajuste de referência do art. 3º para o art. “2º”, pois a referência parece estar incorreta.

Propomos ainda no caput fazer referência à possibilidade de distribuição realizada por administradores e gestores de seus próprios fundos, conforme Instrução CVM nº 558.



Adicionalmente, tendo em vista a nova classificação de investidores como qualificados e profissionais, sugerimos a inclusão de uma regra, semelhante à estabelecida na Instrução CVM 555 (Arts. 124, 128, 151 e 152), que permita a manutenção e realização de novos aportes por parte de cotistas que tenham perdido a condição de investidor qualificado ou profissional. Essa regra visa evitar que determinados cotistas, que tenham cumprido a regra de qualificação no momento da aplicação, venham a ser indevidamente diluídos em função de não terem permissão para acompanhar eventos futuros do fundo, tais quais aumentos e chamadas de capital. A inclusão desse item visa garantir a possibilidade do cotista manter em qualquer hipótese de distribuição das cotas, sua participação no fundo - e também permitir que tais cotistas se comprometam com necessidades de arcar com custos de funcionamento de fundos já constituídos.

20. [Art. 23 – B. As cotas do FIP e seus direitos de subscrição podem ser transferidos, mediante termo de cessão e transferência assinado pelo cedente e pelo cessionário, ou por meio de negociação em mercado organizado em que as cotas do fundo sejam admitidas à negociação.](#)
[§ 1º A transferência de titularidade das cotas do FIP fica condicionada à verificação, pelo administrador, do atendimento às formalidades estabelecidas no regulamento e na presente Instrução.](#)
[§ 2º Na hipótese de transferência por meio de negociação em mercado organizado, cabe ao intermediário verificar o atendimento às formalidades estabelecidas no regulamento e na presente Instrução.](#)

Justificativa:

Sugerimos a inclusão de redação próxima ao Art. 14 da Instrução nº 555 da CVM, para esclarecer que as cotas podem ser transferidas tanto por meio de mercados organizados, como por forma privada, assim como a forma como ocorreria tal processo, e a responsabilidade do administrador ou intermediário de verificar as formalidades exigidas pelo investidor.

(CAPÍTULO V – ASSEMBLEIA)

Destacamos que a principal preocupação relacionada à assembleia geral de cotistas está na disponibilização ao público em geral de informações confidenciais ou que possam prejudicar os interesses do fundo, para fins de exercício de direito de voto. Os demais pontos tratam da operacionalização das assembleias e itens subsidiários à Instrução nº 555 da CVM.



Seção I – Competência (CAPÍTULO V – ASSEMBLEIA)

21. Art. 24. Compete privativamente à assembleia geral de cotistas deliberar sobre:

I – as demonstrações contábeis do fundo apresentadas pelo administrador, acompanhadas do relatório dos auditores independentes, em até 1580 (cento e cinquenta e oitenta) dias após o término do exercício social a que se referirem;

Justificativa:

Solicitamos extensão de prazo para a aprovação das demonstrações contábeis dos FIPs, conforme exposto na justificativa ao item 6, que também propõem a inclusão de parágrafo único ao art. 8º.

22. Art. 24. Compete privativamente à assembleia geral de cotistas deliberar sobre:

(...)

XIII – a inclusão de encargos não previstos no art. 45 ou o seu respectivo aumento;

Esclarecimento:

Gostaríamos de confirmar que o objetivo desse item é afirmar que compete à assembleia deliberar com relação à inclusão e aos aumentos de encargos das despesas não previstas no art. 45, bem como o aumento dos encargos não previstos. Encargos previstos no art. 45 podem ser objeto de aumento em decorrência de reajustes ou mesmo alterações de preços praticados para contratação de serviços não sujeitos a qualquer escolha por parte do administrador (e.g. incisos II, III e X, entre outros) ou por alterações nas condições do mercado dos respectivos prestadores de serviço do fundo, em determinado segmento. Em qualquer dessas hipóteses, a submissão à assembleia seria custosa e ineficaz para proteger os interesses dos cotistas, devendo ser dispensada.

23. Art. 24. Compete privativamente à assembleia geral de cotistas deliberar sobre:

(...)

XV – a aprovação ~~de valor justo~~ da utilização de ativos ~~utilizados~~ na integralização de cotas do FIP, conforme condições apresentadas pelo administrador.

Justificativa:



Entendemos que o Administrador deve analisar previamente a realização da assembleia geral todos os aspectos referentes as características dos ativos que serão propostos aos cotistas para serem integralizados, ou seja, compete ao administrador verificar se o ativo é elegível, e, portanto, se cumprirá com todos os requisitos de governança de acordo com o tipo de fundo, observar se será possível influenciar na gestão da companhia e, ainda mais importante, confirmar se o valor proposto para integralização no fundo é o valor justo do ativo, de forma a cumprir com a Lei nº 13.043 de 13 de novembro de 2014. Caso o administrador identifique que algum destes itens não está sendo cumprido, como responsável legal pelo fundo e pela sua contabilidade, não deverá levar o assunto para discussão na assembleia.

Dessa forma, entendemos que a assembleia geral irá deliberar com base nas informações disponibilizadas pelo administrador.

Seção II – Convocação e Instalação (CAPÍTULO V – ASSEMBLEIA)

24. Art. 26. A assembleia geral deve ser convocada na forma estipulada no regulamento do fundo, com antecedência mínima de 15 (quinze) dias, devendo conter a descrição dos assuntos a serem discutidos e votados.

§ 1º Independentemente da convocação prevista neste artigo, é considerada regular a assembleia geral a que comparecerem todos os cotistas.

§ 2º A assembleia geral pode ser convocada pelo administrador ou por cotistas que detenham, no mínimo, 5% (cinco por cento) do total de cotas emitidas pelo fundo.

§ 3º A convocação por iniciativa de cotistas deve ser dirigida ao administrador, que deve, no prazo máximo de 30 (trinta) dias contado do recebimento, realizar a convocação da assembleia geral a expensas dos requerentes, salvo se a assembleia geral assim convocada deliberar em contrário.

§ 4º A solicitação de convocação realizada pelo cotista de que trata o caput deverá vir acompanhada de eventuais documentos necessários ao exercício do direito de voto.

§ 5º O administrador do fundo deve colocar todas as informações e documentos necessários ao exercício do direito de voto, em sua página na rede mundial de computadores, na data de convocação da assembleia, e mantê-los lá até a sua realização.

§ 6º As informações e documentos de que trata o § 5º poderão ser disponibilizados apenas aos cotistas, caso estejam protegidas por sigilo ou caso sua divulgação possa prejudicar a estratégia do fundo, a critério do administrador.

Justificativas:



Sugerimos a inclusão do § 3º e § 4º, inserindo redação similar ao § único do art. 69 da Instrução nº 555 da CVM, de forma a harmonizar as regras acerca de assembleias de fundos. Dessa forma, caso um cotista (ou grupo de cotistas) deseje convocar uma assembleia geral, deve solicitar ao administrador do fundo, que terá até 30 (trinta) dias para realizar a convocação. Esse ajuste é importante, uma vez que, caso contrário, o cotista deveria solicitar lista de cotistas de forma a realizar a convocação de assembleia, o que poderia ir contra o dever de sigilo que o administrador deve observar, assim como poderia tirar do administrador o controle dos atos do fundo. Nesse sentido, em razão da necessidade do administrador organizar a assembleia (que inclusive deve ocorrer em sua própria sede) é necessário que ele tenha ciência e controle sobre a convocação de assembleias, o que justifica o pleito acima realizado.

Além disso, propomos a inclusão do § 6º, pois muitas das informações a serem deliberadas em assembleia pelos cotistas de FIP são estratégicas e, portanto, confidenciais, sendo que sua disponibilização na rede mundial de computadores pode prejudicar as negociações do fundo e assim a rentabilidade obtida pelos cotistas. Dessa forma, sugerimos destacar a possibilidade de não disponibilização destas informações ao público em geral, mas apenas aos cotistas, tal qual premissa existente para os fundos de investimento imobiliários (que destaque-se podem ser destinados a investidores de varejo, diferentemente dos FIPs).

25. *Art. 29. As deliberações da assembleia geral são tomadas por maioria de votos, cabendo a cada cota 1 (um) voto.*

(...) § 4º O regulamento do fundo pode estabelecer outras matérias sujeitas à quórum qualificado, além daquelas referidas no § 2º.

§ 5º Os votos e os quóruns de deliberação devem ser computados de acordo com a quantidade de cotas subscritas, observado o disposto no § 6º.

§ 6º Os cotistas que tenham sido chamados a integralizar as cotas subscritas e que estejam inadimplentes na data da convocação da assembleia não têm direito a voto em relação a respectiva parcela subscrita e não integralizada, sem prejuízo do regulamento estabelecer penalidades adicionais.

§ 7º Os cotistas que possuam interesse conflitante, de acordo com o Inciso V do art. 31, não têm direito a voto, sendo que suas cotas não serão computadas para fins de apuração do quórum das assembleias.

§ 8º As deliberações relativas às demonstrações contábeis do fundo que não contiverem ressalvas podem ser consideradas automaticamente aprovadas caso a assembleia correspondente não seja instalada em virtude do não comparecimento de quaisquer cotistas.



Justificativa:

Tendo em vista que os FIPs são destinados a investidores qualificados e profissionais, entendemos que o regulamento do FIP pode prever penalidades adicionais aos cotistas remissos, já que a falta de integralização na data estipulada pode acarretar em grave comprometimento da atuação do fundo, como por exemplo a possibilidade de honrar com seus acordos e contratos de investimento e vir a sofrer uma série de penalidades. Dessa forma, entendemos que a exclusão do direito de voto exclusivamente com relação à parcela subscrita e não integralizada pode não ser suficiente para desencorajar o cotista de deixar de cumprir suas obrigações.

Dessa forma, tendo em vista que a possibilidade de eventual falta de integralização pode gerar prejuízos à carteira do Fundo (e por consequência aos demais cotistas), sugerimos que o regulamento possa prever outras penalidades ao cotista remisso, incluindo eventuais exclusões da totalidade de direitos políticos e econômicos do cotista remisso.

Além disso, propomos a inclusão do § 7º para prever que as cotas dos cotistas considerados conflitados não serão computadas para fins de apuração do quórum de deliberação da assembleia, pois, caso contrário, a existência de cotistas conflitados com percentual relevante de cotas poderia tornar inviável a aprovação dos itens sujeitos ao quórum qualificado.

Sugerimos também a inclusão do § 8º de forma a facilitar a aplicação subsidiária do art. 74 da Instrução nº 555 da CVM.

26. *Art. 31. O cotista deve exercer o direito de voto no interesse do fundo.*

(...)

[§ 3º O cotista deve manifestar o voto até a data de realização da assembleia, não sendo permitida a inclusão de condicionantes para confirmação do voto.](#)

[§ 4º Compete ao cotista informar ao administrador e aos demais cotistas a superveniência de circunstâncias que possam impedi-lo de exercer seu voto.](#)

Justificativa:

Sugerimos a inclusão de § 3º ao art. 31, pois, em alguns casos, os administradores têm recebido manifestação dos cotistas condicionada a determinados fatores alheios à ordem do dia ou à vontade do administrador, e isto tem gerado problemas na apuração dos votos e insegurança jurídica, posto que toda a discussão fica sujeita à interpretação, o que não ocorre quando os votos são manifestados de forma objetiva. Dessa forma, gostaríamos de esclarecer que as



manifestações de votos devem sempre ser dadas de forma objetiva e não devem trazer quaisquer condicionantes.

Além disso, propomos a inclusão do § 4º, com o objetivo de incluir como obrigação do próprio cotista esclarecer e informar se possui interesses conflitantes que impeçam o exercício de seu direito de voto.

Seção I – Disposições gerais (CAPÍTULO VI – ADMINISTRAÇÃO E GESTÃO)

É importante destacar os avanços trazidos pela minuta ao melhor definir as atribuições do administrador e do gestor, sendo o administrador em linhas gerais responsável por todo o funcionamento do fundo e o gestor responsável por negociar, contratar e acompanhar os investimentos.

Ao observarmos as peculiaridades dos FIPs, é imperativo observar o papel fundamental do gestor para este fundo, uma vez que, usualmente eles são estruturados com base na *expertise* do gestor e criados para investir em setores específicos, visando desenvolver as empresas, tornando-as mais profissionais. Todo este processo depende essencialmente da experiência e da capacidade do gestor que resultará na rentabilização da companhia investida e, por fim, da rentabilização do cotista.

Ao administrador, cabe o papel de fiscalizador das atividades do fundo, desenvolvendo seu papel de *gatekeeper*, acompanhando o trabalho do gestor, recebendo os documentos, verificando se a ingerência na companhia está sendo realizada de forma adequada, disponibilizando as informações obrigatórias, dentre outros.

Neste sentido, os pleitos e esclarecimentos apresentados abaixo se baseiam nesta divisão de atribuições.

27. Art. 33. Somente podem ser administradores de FIP as pessoas jurídicas autorizadas pela CVM para o exercício profissional de administração de carteiras de valores mobiliários, conforme definido em regulamentação específica.

(...)

§ 2º O administrador pode contratar, em nome do fundo, com terceiros devidamente habilitados e autorizados, os seguintes serviços para o fundo, com a exclusão de quaisquer outros não listados:

I – gestão da carteira do fundo;

II – consultoria de investimentos;

III – atividades de tesouraria, de controle e processamento dos ativos financeiros;

IV – distribuição de cotas;



V – escrituração da emissão e resgate de cotas;

VI – custódia de ativos financeiros; e

VII – formador de mercado para as cotas do fundo.

(...)

§ 7º Os fundos administrados por instituições financeiras não precisam contratar os serviços previstos no § 2º, incisos III e V, quando os mesmos forem executados pelos seus administradores, que nestes casos são considerados autorizados para a sua prestação.

Esclarecimento:

Em relação ao § 2º, gostaríamos de esclarecer se a redação “com a exclusão de quaisquer outros não listados” visa apenas estipular, salvo no caso da contratação do formador de mercado, quais são as atividades típicas da figura do administrador, e dessa forma podem ser contratados outros serviços em nome do fundo (tais quais os citados no artigo relacionado aos encargos do fundo), ou se o objetivo é limitar de fato as atividades que podem ser contratadas pelo administrador em nome do fundo.

Nesse sentido, destacamos que o serviço de auditoria é contratado geralmente pelo fundo e não pelo administrador, e o auditor não constou neste rol. Observando a Instrução nº 555 da CVM, o § 2º do art. 78 prevê rol similar de terceiros que podem ser contratados em nome do fundo, mas, no entanto, descreve que será obrigatória a contratação dos serviços de auditoria independente no art. 79, e esta previsão não constou na minuta em audiência pública.

28. Art. 34. A gestão da carteira do fundo é a gestão profissional, conforme estabelecido no seu regulamento, dos ativos financeiros dela integrantes, desempenhada por pessoa jurídica credenciada como administradora de carteiras de valores mobiliários pela CVM, tendo poderes para:

II - exercer o direito de voto decorrente dos ativos financeiros detidos pelo fundo, realizando todas as demais ações necessárias para tal exercício, observado o disposto na política de voto do fundo gestor.

Justificativa:

A política de voto é de responsabilidade de quem a exerce, o que nos casos do FIP é o próprio gestor. Dessa forma, sugerimos ajuste de redação, visando esclarecer que deve ser observada a política de voto do gestor.



29. Art. 38. *Sem prejuízo das responsabilidades de cada um dos prestadores de serviços de administração do fundo, podem ser constituídos, por iniciativa dos cotistas, do administrador ou do gestor, conselhos consultivos, comitês técnicos ou de investimentos, os quais não podem ser remunerados às expensas do fundo.*

(...)

§ 2º *A existência de conselhos e comitês não exime o administrador ou o gestor, [na esfera de suas respectivas competências](#), da responsabilidade sobre as operações da carteira do fundo.*

§ 3º *Os membros dos conselhos ou comitês devem informar ao administrador [ou ao gestor](#), e este aos cotistas, qualquer situação que os coloque, potencial ou efetivamente, em situação de conflito de interesses com o fundo.*

Justificativa:

Neste caso, a redação do parágrafo deveria considerar as atribuições respectivas do administrador e gestor. Tendo em vista que o edital de audiência pública buscou esclarecer as competências do administrador e gestor, sugerimos que essas competências sejam ressaltadas e destacadas na norma.

Seção II – Obrigações do Administrador (CAPÍTULO VI – ADMINISTRAÇÃO E GESTÃO)

30. Art. 39. *Incluem-se entre as obrigações do administrador, sem prejuízo das obrigações do gestor:*

I – diligenciar para que sejam mantidos, às suas expensas, atualizados e em perfeita ordem:

(...) f) [cópia da](#) documentação relativa às operações do fundo.” (...)

VI – transferir ao fundo qualquer benefício ou vantagem que possa alcançar em decorrência de sua condição de administrador do fundo, [observada a exceção prevista na norma específica de fundos de investimento](#);

(...)

~~*IX – participar, como interveniente anuente, dos acordos de acionistas firmados pelo gestor das sociedades de que o fundo participe;*~~

Justificativa:



Inicialmente destacamos que, na nova estrutura normativa, o gestor tem amplos poderes para negociar e assinar qualquer investimento do fundo, conforme art. 34 da minuta em audiência. Assim, destacamos, mais uma vez, o papel fundamental desempenhado pelo gestor neste fundo, considerando que a concepção do produto é baseada nos conhecimentos do gestor, sendo este também o responsável pelo acompanhamento das companhias investidas e influência na política estratégica e gestão da companhia, o que vai influenciar na rentabilidade final que será obtida pelos cotistas. Ressalta-se ainda que a minuta já prevê, no parágrafo único deste mesmo artigo, que o gestor deverá encaminhar ao administrador, em até 5 (cinco) dias úteis da assinatura, cópia dos documentos que firmar em nome do fundo, contemplando, a nosso ver, inclusive os acordos de acionistas.

Desta maneira, sugerimos ajuste do Inciso I, com a intenção de esclarecer que o administrador deverá manter as cópias das documentações referentes às operações de investimento e desinvestimento, uma vez que o gestor é o responsável por efetuar as operações e enviar cópia ao administrador para que este exerça sua função de fiscalizador.

Em relação ao Inciso VI, sugerimos incluir redação similar ao Inciso VI do art. 16, da Instrução CVM nº 558, visando esclarecer que os benefícios poderão não ser transferidos quando forem realizados investimentos em fundo de investimento em cotas que invista em um único fundo ou fundo destinado a investidores profissionais que assinem o termo de adesão do Anexo 92 da Instrução nº 555 da CVM.

Finalmente, propomos a exclusão do Inciso IX, por entendermos que o administrador não precisa necessariamente fazer parte do acordo de acionistas para exercer sua função de fiscalizador dos investimentos realizados pelo fundo, até mesmo porque o acordo de acionistas não é a única forma de participação nas decisões das políticas estratégicas da companhia, e, portanto, nem sempre o acordo de acionistas existirá.

Neste sentido, entendemos a proposta da CVM tem como base a necessidade de supervisão, pelo administrador, das atividades do gestor do fundo. No entanto, consideramos que existem formas alternativas, que são tão seguras quanto a sugerida, de se garantir tal supervisão através de mecanismos contratuais. Neste aspecto, vale exemplificar: atualmente, em situações onde o gestor tem autorização para assinar documentos em nome do fundo (via instrumentos de mandato, por exemplo), usualmente os administradores negociam, no âmbito do contrato de gestão, a obrigação do gestor enviar as minutas finais dos documentos antes da efetiva assinatura. Embora se trate de obrigação contratual, é possível afirmar que tal obrigação, em geral, é cumprida – já que a ausência do seu cumprimento usualmente impede a liquidação financeira da operação (cujo comando depende do administrador).

Vale também mencionar que a possibilidade do gestor negociar e contratar os ativos financeiros do fundo tem por objetivo dar celeridade a estes processos, para que os fundos não percam



oportunidades de mercado. Neste momento, cabe mencionar como são realizadas as tratativas que envolvem a aquisição e/ou venda de participações em companhias fechadas. Usualmente cada operação realizada pelo fundo, da mesma maneira como ocorre nas operações de fusões e aquisições, dura cerca de 6 a 12 meses, podendo chegar a 18 meses de negociação. Alguns dos documentos envolvidos no processo são: acordo de confidencialidade; diligência; carta de intenção; alteração do estatuto da companhia (passando a cumprir com os requisitos de governança definidos na regra da CVM); acordo de investimento; e negociação da forma pela qual se dará a ingerência na companhia, bem como obrigações do fundo perante a companhia e demais disposições, para então concluir-se, se for o caso, o acordo de acionistas. Desta forma, caso seja mantida necessidade de interveniência do administrador nos acordos de acionista, isto resultará na duplicação da complexidade das operações, custo e tempo nos quais as operações são realizadas.

Em resumo: a interveniência do administrador no acordo de acionistas, se houver, pode trazer ônus excessivos a um procedimento que, contratualmente, pode ter seus riscos afastados – bem como manter a salutar obrigação de supervisão do administrador.

Seção II – Obrigações do Gestor (CAPÍTULO VI – ADMINISTRAÇÃO E GESTÃO)

31. Art. 40. *Incluem-se entre as obrigações do gestor, sem prejuízo das obrigações do administrador:*

(...)

II – fornecer aos cotistas que, isolada ou conjuntamente, sendo detentores de pelo menos 10% (dez por cento) das cotas emitidas, assim requererem, estudos e análises de investimento para fundamentar as decisões a serem tomadas em assembleia geral, incluindo os registros apropriados com as justificativas das recomendações e respectivas decisões;

Justificativa:

Sugerimos que seja mantida a redação original da norma em vigor, com a limitação para que apenas cotistas detentores de 10% das cotas possam solicitar informações adicionais. Consideramos que a obrigação incluída no § 3º do art. 26 da minuta em audiência pública, que define a obrigação de disponibilizar informações e documentos pertinentes à assembleia na data de convocação, devem ser suficientes ao exercício de direito de voto. A possibilidade de quaisquer cotistas, mesmo que com participação irrelevante no Fundo, solicitar estudos e análises adicionais aos já disponíveis pode onerar demasiadamente o administrador/gestor, que terá a obrigação legal de elaborar esses documentos e informações.



Quando se analisa a Lei 6.404/76, verifica-se que ela estabelece um montante mínimo de 5% (cinco por cento) do capital social para considerar o acionista como relevante, de forma a pleitear informações (art. 157, §1º, e) ou mesmo realizar convocação de assembleias gerais (art. 123). Nesse sentido, a Lei 6.404/76, que possibilita às companhias abertas um número indeterminado de investidores de varejo, restringe o acesso desses acionistas ao dia a dia da companhia. Para tais casos, o acionista minoritário tem o direito de se manifestar exclusivamente durante a assembleia geral – direito político proporcional à sua participação no fundo.

No caso dos FIPs, o mercado entende que permitir que qualquer cotista pudesse pleitear informações adicionais poderia ser muito custoso para o administrador e o gestor, indo inclusive na contramão do regramento da Lei 6.404/76 no que diz respeito à proporção entre participação acionária e direitos políticos.

É importante destacar que é usual ao mercado o envio periódico de informações sobre o andamento do fundo e a própria CVM já determina quais são as informações de disponibilização obrigatória aos cotistas. Além disso, nas assembleias, ele terá direito de se manifestar e fazer todos os questionamentos que entender oportuno.

Desta forma, conclui-se que o procedimento de permitir a qualquer cotista solicitar informações e/ou documentos pode tornar o fundo ineficiente, sendo razoável a exigência de que os cotistas se juntem para obter um percentual representativo, para então realizar este tipo de demanda.

32. Art. 40. *Incluem-se entre as obrigações do gestor, sem prejuízo das obrigações do administrador:*

(...)

III – fornecer aos cotistas que, isolada ou conjuntamente, sendo detentores de pelo menos 10% (dez por cento) das cotas emitidas, assim requererem, atualizações periódicas dos estudos e análises que permitam o acompanhamento dos investimentos realizados, objetivos alcançados, perspectivas de retorno e identificação de possíveis ações que maximizem o resultado do investimento, desde que não haja previsão em regulamento de entrega periódica destes estudos e análises.

Justificativa:

Consideramos que (i) também deve haver representatividade para a solicitação de atualizações periódicas dos estudos e análises, e (ii) caso os fundos tenham como prática enviar periodicamente este tipo de informação, o regulamento deverá conter tal obrigação de envio e dispensar a possibilidade de pedidos de atualização. Neste sentido, propomos tal sugestão, pois



entendemos que a atualização sob demanda de relatórios atualizados pode trazer custos adicionais ao gestor e ao administrador, – inclusive custos de agência – onerando os cotistas do fundo sem a efetiva contrapartida de proteção/salvaguarda trazida pela norma. Lembramos ainda que, durante a audiência pública da Instrução CVM nº 472, discussão próxima foi realizada, tratando da necessidade de que apenas cotistas com alguma relevância no fundo pudessem incluir matérias na ordem do dia das assembleias, priorizando sempre interesses coletivos em detrimento dos individuais.

33. Art. 40. *Incluem-se entre as obrigações do gestor, sem prejuízo das obrigações do administrador:*

(...)

VI – transferir ao fundo qualquer benefício ou vantagem que possa alcançar em decorrência de sua condição de gestor do fundo, [observada a exceção prevista na norma específica de fundos de investimento](#);

VII – firmar, em nome do fundo, [quando for o caso](#), ~~com a interveniência do administrador,~~ acordos de acionistas das sociedades de que o fundo participe;

Justificativa:

Ajuste nos Incisos VI e VII, visando alinhar ao já solicitado nos Incisos VI e VII do art. 39. Além disso, o ajuste no Inciso VII tem a intenção de esclarecer que só será obrigação do gestor firmar o acordo de acionistas quando este for o meio de exercício de influência disponível na gestão da companhia investida.

34. Art. 40. *Incluem-se entre as obrigações do gestor, sem prejuízo das obrigações do administrador:*

(...)

IX – cumprir as deliberações da assembleia geral, [aplicáveis às atividades de gestão da carteira](#);

Justificativa:

Proposta de ajuste ao Inciso IX, visando especificar que ao gestor cabe cumprir a deliberação da assembleia apenas quando os itens forem relacionados à sua atividade.



35. Art. 40. *Incluem-se entre as obrigações do gestor, sem prejuízo das obrigações do administrador:*

(...)

XI – fornecer ao administrador todas as informações e documentos necessários para que este possa cumprir suas obrigações, [inclusive aquelas necessárias para que a instituição administradora determine se o fundo se enquadra como entidade de investimento ou não entidade de investimento, conforme instrução que dispõe sobre a elaboração e divulgação das demonstrações financeiras dos Fundos de Investimento em Participações.](#)

Justificativa:

Reiteramos a importância de receber a contribuição do gestor no enquadramento do fundo como entidade de investimento ou não entidade de investimento. O gestor é o responsável pelas decisões de investimento e é aquele que conhece profundamente a estratégia buscada pelo produto que conceber, assim como as características dos cotistas. Naturalmente, a independência do administrador na definição contábil é extremamente importante. No entanto, os administradores podem ter dificuldades em obter determinadas informações, e o gestor poderia auxiliar (mas sem retirar a responsabilidade do administrador) na definição da classificação contábil do fundo. Neste aspecto, impor a obrigação ao gestor de que este providencie ao administrador as informações necessárias para tal definição nos parece uma decisão apropriada para que, na concepção de cada fundo, este tema seja expressamente endereçado por todas as partes envolvidas.

36. Art. 40. *Incluem-se entre as obrigações do gestor, sem prejuízo das obrigações do administrador:*

(...)

[XII – selecionar e coordenar os \(a\) serviços de diligência relativos aos investimentos do fundo; e \(b\) serviços de assessoria no desinvestimento, podendo contratar os referidos serviços em nome do fundo, quando for o caso;](#)

Justificativa:

Outra sugestão relevante é a inclusão, como obrigação do gestor, de selecionar e contratar em nome, e ao encargo do fundo, os serviços de diligência e assessoria para o desinvestimento das companhias investidas. A escolha pelo investimento dos fundos nas companhias é de responsabilidade do gestor, e é usual que, antes de concretizar investimentos, sejam contratados serviços de diligência, visando identificar e avaliar o grau de risco e eventuais



passivos da empresa-alvo, verificando e quantificando possíveis contingências de forma inclusive a subsidiar a formação e validação do preço de negociação. Além disso, destaca-se que estes serviços podem ser bastante específicos e dependem do segmento de atuação da empresa, podendo ser realizadas diligências legais, técnicas, contábeis, financeiras, operacionais, ambientais, mercadológicas, imobiliárias, fiscais, trabalhistas e/ou previdenciárias. Considerando, então, que tais serviços se enquadram dentro das necessidades e obrigações básicas do gestor, entendemos ser salutar que o próprio gestor possa selecionar e contratar tais prestadores de serviço.

Nesse mesmo sentido, no caso de desinvestimentos, uma das possibilidades existentes é a contratação de assessores financeiros e legais que ajudem na busca de investidores e negociação dos documentos que embasem eventual operação de venda. Nessas hipóteses, o gestor deveria ter a possibilidade de contratação, em nome do fundo, desses prestadores de serviços.

37. Art. 40. *Incluem-se entre as obrigações do gestor, sem prejuízo das obrigações do administrador:*

(...)

XIII – Ser responsável, quando assim previsto em regulamento, pela avaliação a valor justo das companhias investidas do Fundo, sem prejuízo das responsabilidades do administrador, conforme instrução que dispõe sobre a elaboração e divulgação das demonstrações financeiras dos Fundos de Investimento em Participações; e

(...)

Art. 40 - B Nos casos em que o gestor for o responsável pela avaliação das companhias investidas em conjunto com o administrador, deverá possuir metodologia de avaliação, a qual deve ser estabelecida com base em critérios consistentes e passíveis de verificação, previamente aprovada pelo administrador do fundo.

§ 1º – É vedada a cobrança de taxa de administração calculada sobre o patrimônio líquido do fundo atualizado pelo método previsto no caput, sendo permitida a cobrança da taxa de administração apenas com base no custo histórico dos investimentos ou em metodologias que não levem o patrimônio líquido do fundo em consideração.

§ 2º – É vedada a cobrança de taxa de performance ou qualquer outro tipo de remuneração de desempenho baseada na variação da cota do fundo, sendo permitido o pagamento de tal remuneração apenas através de metodologias que levem em conta a efetiva distribuição de caixa pelo fundo aos seus cotistas.



Justificativa:

Conforme anteriormente antecipado, entendemos como importante permitir que o gestor realize a avaliação dos ativos do fundo pelo seu valor justo – o que resulta na sugestão acima. O gestor é o responsável por toda a análise das empresas investidas, tanto antes do investimento, como em seu acompanhamento, e, portanto, é ele quem melhor conhece o investimento para mensurá-lo, possuindo papel fundamental para o produto, conforme ressaltamos algumas vezes. O administrador, por outro lado, é responsável por fiscalizar seus contratados e as atividades do fundo. Em função do papel do gestor, o laudo realizado por terceiros independentes normalmente se utiliza de informações disponibilizadas pelo próprio gestor. Adicionalmente, entendemos como relevante a inserção de tais regras na Instrução nº 391 da CVM, para que o regulamento proporcione a devida transparência sobre o responsável pela mensuração do valor justo dos investimentos do fundo.

Nesse sentido, é importante trazer à discussão a peculiaridade da indústria de *private equity*. Diferentemente de mercados organizados, onde a precificação é disponível publicamente, e em ativos de crédito, onde a atribuição de valores de mercado ou curva são facilmente disponibilizadas, a precificação de participações societárias privadas tem um nível completamente diferente de complexidade. Esta atividade, usualmente, é conduzida por equipes especializadas em *valuation*, típicas de gestores, equipes de assessoria de fusões e aquisições e bancos de investimento, já que exige habilidades diferentes daquelas encontradas por setores de precificação de ativos tradicionais de mercado.

Tal conjunto de habilidades não é usualmente encontrado nos setores de precificação dos administradores, o que não é, de forma alguma, um demérito do setor. Na verdade, a complexidade exigida por este tipo de atividade não deveria ser necessária para o papel de administração de fundos de investimento em participações – já que se transformaria, basicamente, em uma réplica de habilidades da própria equipe de gestão ou de avaliação de empresas especializadas. O administrador não só não conta usualmente com tais equipes como a indústria, em geral, não pratica remunerações ao administrador que sejam coerentes com este nível de complexidade técnica.

Por outro lado, há, sim, a opção de se escolher terceiro independente para realizar tal avaliação, e esta saída pode parecer consequência óbvia da constatação acima. No entanto, justamente pelo nível de complexidade acima mencionado, os custos para a realização de tal avaliação serão elevados. As opções de avaliação disponíveis (administrador ou terceiro independente) certamente onerarão os cotistas de forma relevante, seja pelo aumento nas taxas de administração praticadas pelo mercado ou pelo desembolso do fundo com o custo do laudo. Considerando o exposto acima, consideramos essencial que o gestor possa ser responsável por precificar os ativos.



Obviamente, entendemos que poderá haver um conflito de interesses na sugestão – afinal, aquele que decide o investimento também é responsável por precificá-lo, dando margem a eventuais comportamentos prejudiciais ao mercado. Nesse aspecto, é natural que em outros normativos (como nos casos dos fundos regulados pela Instrução CVM n. 555/15) esta autarquia exija a separação dos papéis de decisão e precificação, e tal separação também é sugerida pela CVM na presente audiência pública.

E, como apontado acima, entendemos que os conflitos de interesses oriundos de tal possibilidade prejudicam a proposta. No entanto, no entendimento do mercado, tais conflitos não devem invalidar a proposta, já que a impossibilidade de avaliação pelo gestor traz consequências brutais de custos à indústria. Por isso, o mercado entende que a saída mais prudente para tal situação é a devida mitigação dos conflitos de interesses resultantes da avaliação pelo gestor, mas não sua vedação.

Neste aspecto, a primeira sugestão é prudencial, e traz a obrigação de validação de premissas de metodologias de avaliação pelo administrador.

As sugestões dos § 1º e § 2º são aquelas que entendemos como mais eficientes para a mitigação de conflitos de interesses com origem econômica. Já que seria possível que o gestor provocasse uma precificação inflada dos ativos do fundo para que receba maiores remunerações, entendemos que, da mesma forma que as exigências da Instrução nº 438 da CVM, o patrimônio líquido calculado pelo gestor não deveria interferir no seu interesse econômico. Nesta linha, tais sugestões tem a intenção de vedar a cobrança de taxas de administração e performance sobre o patrimônio líquido afetado pelas avaliações feitas pelo gestor.

Tal sugestão também é inspirada nas disposições da IOSCO. Em seu documento sobre conflito de interesses em *private equity* (“*Private Equity Conflict of Interest – Consultation Report*”), a IOSCO indica que a prática de mercado sugere que a taxa de administração seja calculada sobre o capital comprometido. Já no período de desinvestimento, a taxa de administração poderia ser cobrada sobre o percentual do fundo ainda investido, com base no custo de aquisição.

Dessa forma, o que se verifica é que o potencial conflito de interesses é mitigado, uma vez que qualquer reavaliação realizada pelo gestor não impactaria sua remuneração. Dessa forma, a reavaliação realizada pelo gestor seria desinteressada, uma vez que não traria qualquer benefício econômico imediato.

Além disso, vale destacar que nos casos em que o responsável pela realização do valor justo for o gestor, o administrador deverá verificar a consistência das premissas utilizadas por este, uma vez que mantivemos o conceito do administrador como *gatekeeper* do fundo, responsável por supervisionar seus contratados. Lembramos que todo este processo também será conferido



pelos auditores independentes do fundo, terceiro imparcial e independente, responsável por atestar a conformidade com as normas contábeis.

Seção VI – Vedações (CAPÍTULO VI – ADMINISTRAÇÃO E GESTÃO)

38. Art. 43. *É vedado ao administrador e gestor, direta ou indiretamente, em nome do fundo:*
(...)

II – contrair ou efetuar empréstimos, salvo o disposto no art. 10 [e modalidades estabelecidas pela CVM](#);

Justificativa:

No Inciso II, esclarecer por meio da inclusão de redação, que são permitidas as demais modalidades previstas pela CVM, como empréstimo de ações.

39. Art. 43. *É vedado ao administrador e gestor, direta ou indiretamente, em nome do fundo:*
(...)

VII – utilizar recursos do fundo para pagamento de seguro contra perdas financeiras de cotistas;

Esclarecimento:

Gostaríamos de esclarecer quais tipos de seguros estão vedados, tendo em vista a abrangência da expressão. Determinados seguros típicos da indústria, como seguros de D&O e seguros ambientais, indiretamente, trazem proteção a perdas financeiras dos cotistas. Nosso entendimento atual é que a vedação acima se aplica apenas para seguros que, objetivamente, garantam rentabilidade aos cotistas (não sendo incluídos, então, os seguros referentes às atividades empresariais como os acima mencionados). No entanto, considerando a diversidade de interpretações dos agentes de mercado, entendemos que é importante o esclarecimento com relação ao detalhamento dos seguros permitidos e não permitidos aos FIPs.

40. Art. 43. *É vedado ao administrador e gestor, direta ou indiretamente, em nome do fundo:*
(...)

~~§1º Parágrafo único.~~ *Salvo aprovação em assembleia, é igualmente vedada a realização de operações, pelo fundo, em que este figure como contraparte das pessoas mencionadas no inciso*



I do caput, bem como de outros fundos de investimento ou carteira de valores mobiliários administrados pela administradora ou pela gestora.

§2º. O disposto no caput não se aplica quando a instituição administradora, gestora ou partes a ela ligadas atuarem:

I - na condição de contraparte do fundo, desde que com a finalidade exclusiva de realizar a gestão de caixa e liquidez do fundo, inclusive por meio de fundos de investimento, desde que expresso em regulamento, inclusive no que diz respeito às políticas de investimento e eventuais taxas de administração e performance dos fundos investidos; ou

II – como administradora ou gestora de fundos investidos, desde que expresso em regulamento e quando realizado por meio de fundos que invistam, no mínimo, 95% (noventa e cinco por cento) em um único fundo;

Justificativa:

Sugerimos a inclusão do §2º, visando possibilitar o investimento em ativos nos quais participem partes do administrador, gestor ou outras partes relacionadas para fins específicos de gestão de caixa e de liquidez do fundo, em função de (i) não existir horário definido para o recebimento de recursos pelo fundo e a vedação pode impedir o administrador de remunerar os recursos na data de seu recebimento; (ii) as instituições externas costumam ter horários mais rígidos e taxas punitivas em caso de descumprimento de horários, o que prejudicaria os fundos; (iii) tal possibilidade foi permitida aos FIDCs pela Instrução nº 531 da CVM; e (iv) por fim, a Instrução nº 391 da CVM prevê que o fundo esteja com seu patrimônio investido no mínimo 90% nos ativos previstos no art. 2º, não restando a possibilidade de realizar investimento em caixa superiores a 10% do fundo.

Ressaltamos ainda os pontos observados durante a audiência pública da Instrução nº 472 da CVM, destacando a que a Instrução nº 555/14 permite a aquisição de cotas de fundos de investimento administrados pela própria instituição administradora, a Deliberação nº 642 da CVM, de 07 de outubro de 2010, que trata do Pronunciamento Técnico CPC 05(R1) sobre divulgação de partes relacionadas para fins de demonstrações financeiras, não considera partes relacionadas duas entidades pelo fato de possuírem administrador ou outro membro do pessoal chave da administração em comum. Da mesma forma, para fins da Instrução nº 438/06 da CVM, que aprova o Plano Contábil dos Fundos de Investimento – COFI, as aplicações em fundos de investimento do mesmo administrador não são consideradas aplicações em empresas ligadas.

Ademais, vale ressaltar o disposto no art. 17, § 1º, da Instrução nº 558 da CVM, segundo o qual o administrador de carteiras de valores mobiliários pode atuar como contraparte, direta ou indiretamente, em negócios com carteiras que administre, desde que realizada por meio de



fundo de investimento e que conste do regulamento do fundo, se for o caso, a possibilidade de o administrador fiduciário ou o gestor atuar como contraparte do fundo. Importante mencionarmos essa regra, pois essa é a prática adotada para os fundos regulados pela Instrução nº 555 da CVM, inclusive para os fundos destinados ao público em geral, não se justificando a vedação para os FIP, os quais são destinados a investidores qualificados e profissionais.

Com relação aos fundos espelhos, a CVM já se manifestou indicando que não há conflito de interesses na estrutura de master/feeder. No relatório da audiência pública que originou a Instrução nº 555, a CVM indicou que *“no atual estágio da indústria de fundos do Brasil, a CVM entende que o conflito só se neutraliza na situação em que determinado fundo invista mais de 95% em um único fundo (fundo espelho), pois neste caso trata-se de estrutura de distribuição “aberta”, em que o fundo distribuído é claramente visualizado.”*

Dessa forma, o mercado sugere que ambas as situações deveriam ser previstas na regra de forma a esclarecer e evitar dúvidas quanto às operações que poderiam ser consideradas como conflito de interesses.

(CAPÍTULO VII – ENCARGOS)

41. Art. 45. *Constituem encargos do fundo, além da remuneração de que trata o art. 9º, inciso VII, as seguintes despesas:*

(...)

V – honorários e despesas dos auditores encarregados da auditoria ~~anual~~ das demonstrações contábeis do fundo;

Justificativas:

Sugerimos a exclusão da palavra “anual” pois, além das auditorias anuais, existem as auditorias de evento, tais como incorporação, fusão, cisão, transformação ou encerramento das atividades que também deveriam ser despesas do fundo.

42. Art. 45. *Constituem encargos do fundo, além da remuneração de que trata o art. 9º, inciso VII, as seguintes despesas:*

(...)



X – despesas com liquidação, registro, e custódia de operações com títulos e valores mobiliários, ativos financeiros e modalidades operacionais [e taxa de custódia de títulos e valores mobiliários integrantes da carteira do fundo;](#)

Entendimento:

Gostaríamos de esclarecer o entendimento de que a taxa de custódia do FIP poderá ser considerada como um encargo do Fundo. A redação do inciso X do art. 45 pode levar a uma interpretação de que apenas os custos de custódia realizados em mercados organizados estariam abarcados como encargo do Fundo, mas não a própria taxa de custódia do FIP.

Nesse sentido, é importante destacar que durante a Audiência Pública que resultou na Instrução nº 555 da CVM, a ANBIMA se manifestou no sentido de permitir que a taxa de custódia fosse considerada como encargo do fundo de investimento, desde que fosse indicado no seu regulamento a taxa máxima cobrada, e qualquer aumento nessa taxa fosse precedido de aprovação dos cotistas reunidos em assembleia geral.

Além disso, foi destacado que, na indústria nacional, os contratos de custódia são normalmente negociados com base no volume financeiro da totalidade dos recursos custodiados, sendo comum a existência de um único “contrato-mãe” e não um contrato para cada fundo, o que permite que o custo da taxa de custódia seja ajustado (geralmente para baixo) ao longo do tempo de duração do fundo.

Entendemos que o FIP, por ter como público-alvo investidores qualificados e profissionais, e que por consequência possuem maior familiaridade com as estruturas desses fundos de investimento, precisam ser informados de todos os custos do FIP, e que não há regra disposta que a taxa de custódia deve fazer parte da taxa de administração. Dessa forma, gostaríamos de confirmar o entendimento de que a taxa de custódia poderá ser debitada diretamente do fundo e não deve ser subtraída da taxa de administração.

43. Art. 45. *Constituem encargos do fundo, além da remuneração de que trata o art. 9º, inciso VII, as seguintes despesas:*

(...)

[XII - gastos decorrentes de avaliações referentes à composição da carteira, nos caso dessas não serem realizadas pelo gestor;](#)

Justificativa:



Pedimos a inclusão dos gastos decorrentes de avaliações da carteira do fundo caso realizado por terceiras pessoas independentes, uma vez que estas serão obrigatórias por norma e trata-se de custo elevado. Além disso, é importante destacar que a possibilidade de caracterizar avaliações da carteira do fundo como encargos desde já é prevista para outros fundos de investimento que trazem em suas normas a obrigação também de avaliação periódica dos seus ativos.

44. Art. 45. *Constituem encargos do fundo, além da remuneração de que trata o art. 9º, inciso VII, as seguintes despesas:*

(...)

§ 1º Quaisquer despesas não previstas como encargos do fundo neste artigo ~~ou do gestor~~ devem ser imputadas ao administrador ou ao prestador que lhes deu causa, salvo decisão contrária da assembleia geral, conforme disposto no art. 24, XIII.

Justificativa:

No § 1º A redação proposta indica que o administrador deve assumir eventuais encargos do gestor não previstos na regulamentação. Apesar da literalidade, não nos parece que tenha sido essa a intenção da norma, pois entendemos ser questionável, do ponto de vista jurídico, um ente poder ser responsabilizado por despesas incorridas por terceiro sem a sua anuência. Nossa sugestão seria esclarecer que apenas os encargos listados serão suportados pelo fundo, sendo quaisquer outros encargos de responsabilidade do prestador que lhes deu causa, sem prejuízo de eventuais arranjos contratuais entre o administrador e os prestadores de serviço do fundo.

Seção I – Informações periódicas (CAPÍTULO VIII – DIVULGAÇÃO DE INFORMAÇÕES)

45. Art. 46. *O administrador do fundo deve **enviar** aos cotistas, à entidade administradora de mercado organizado onde as cotas estejam admitidas à negociação e à CVM, por meio do Sistema de Envio de Documentos disponível na página da CVM na rede mundial de computadores, as seguintes informações:*

I – trimestralmente, em até 15 (quinze) dias após o encerramento do trimestre civil a que se referirem, as seguintes informações:

- a) valor do patrimônio líquido do fundo, segregado entre classes de cotas, se aplicável;*
- b) número de cotas emitidas, segregado entre classes de cotas, se aplicável;*
- c) quantidade de cotistas, segregado entre classes de cotas, se aplicável;*



(...)

III – *anualmente, em até 1250 (cento e vinte cinquenta dias) dias após o encerramento do exercício social:*

(...)

~~*e) os encargos debitados ao Fundo, conforme disposto no art. 45, devendo ser especificado o seu valor e percentual em relação ao valor do patrimônio líquido médio anual do fundo.*~~

§ 1º. Caso o fundo possua investimentos avaliados pelo valor justo que possam vir a ser prejudicados pela sua divulgação ao mercado, o demonstrativo da composição da carteira e as demonstrações contábeis do exercício enviadas às entidades administradoras de mercado organizado onde as cotas estejam admitidas à negociação e à CVM poderão omitir seu valor e percentagem sobre o total do patrimônio líquido, registrando somente sua identificação e quantidade.

§ 2º Independentemente do disposto no §1º acima, os cotistas deverão receber as informações do fundo nos prazos previstos nesta norma.

§ 3º As informações omitidas devem ser divulgadas no prazo máximo de:

I - 6 (seis) meses para fundos em período de investimento, contados a partir do encerramento dos prazos estabelecidos no art. 46; e

II - 12 (doze) meses para fundos em período de desinvestimento, contados a partir do encerramento dos prazos estabelecidos no art. 46.

§ 4º Não poderão ser omitidas informações de fundos que tenham suas cotas admitidas a negociação em mercados de bolsa.

§5º. Para os Fundos de Investimento em Cotas de Fundos de Investimento em Participações, o prazo para envio das informações será de:

I - 15 (quinze) dias após o prazo determinado no Inciso I e II; e

II – 30 (trinta) dias após o prazo determinado no Inciso III.

Esclarecimentos e Justificativas:

Em relação ao caput, gostaríamos de esclarecer a aplicação subsidiária da Instrução nº 555 da CVM, de forma a permitir que os FIPs possam prever em seus regulamentos que as informações ou documentos onde esta instrução exija a “comunicação”, “acesso”, “envio”, “divulgação” ou “disponibilização” possam ser disponibilizados e acessados, por meio de canais eletrônicos.



Quanto ao Inciso I, apenas sugerimos que nos casos onde houver classes de cotas diferenciadas, as informações sejam informadas da mesma forma.

Sugerimos a exclusão da alínea “c” pois os encargos já são disponibilizados das demonstrações financeiras dos fundos que são apresentadas também anualmente, portanto estas informações poderiam ser mais bem detalhadas nas demonstrações.

Conforme discussões que já vêm sendo travadas com a CVM, incluímos os parágrafos 1º, 2º, 3º e 4º, visando possibilitar a omissão de informações de valor e percentagem sobre o total do patrimônio líquido nos casos em que tal informação possa prejudicar o interesse dos cotistas do fundo. Em nosso entendimento, a adoção do valor justo como metodologia de avaliação é um passo extremamente importante para a indústria nacional. No entanto, a própria sistemática de regulação e transparência da indústria traz uma desvantagem na adoção do mecanismo de precificação em comparação ao restante do mundo.

Um dos principais instrumentos de proteção aos investidores brasileiros é a muito bem-vinda publicidade das informações enviadas à CVM. Em um sistema prudencial e baseado em transparência, a Autarquia apresenta um *website* extremamente bem desenvolvido, com informações públicas sobre todo e qualquer fundo de investimento registrado perante a CVM.

Embora tais instrumentos sejam de grande valia para a indústria nacional, mais uma vez é necessário o reconhecimento das peculiaridades da indústria de *private equity*. Diferentemente de ativos líquidos, cuja precificação é disponível publicamente, a precificação dos ativos de *private equity*, em geral, é um dos principais temas de negociação da indústria. Vendedor e comprador usualmente têm diferentes percepções de valor sobre os ativos em negociação, e o *gap* existente entre tais percepções é justamente onde o gestor atua para melhorar a rentabilidade de seus cotistas.

Nesse aspecto, o sigilo ao público em geral acerca da avaliação do gestor sobre os ativos que compõem a carteira do fundo é um instrumento relevante no processo de negociação desinvestimento dos ativos. Consequentemente, ter tal percepção de preço disponibilizada sistemática e periodicamente em um *website* ao qual qualquer pessoa pode ter acesso, inclusive e principalmente as possíveis contrapartes em tais negociações, tira do gestor do fundo um elemento importante em suas negociações de venda.

Vale dizer que a sugestão ora proposta tem a intenção de manter tais avaliações disponibilizadas aos cotistas do fundo – ou seja, àqueles que a CVM pretende proteger, tal qual ocorre em boa parte das jurisdições estrangeiras. No entanto, entendemos também como importantíssima a ocultação de tais informações nos documentos/registros que sejam públicos para toda e qualquer pessoa, pelos períodos ora propostos (6 meses quando em período de investimento, 12 meses quando em período de desinvestimento).



Dessa forma, o mercado entende que a divulgação de tal informação, especialmente durante o período de desinvestimento, poderá ser um elemento que venha a prejudicar as negociações de saída, já que a tendência é que a divulgação da informação estabeleça o teto para os preços ofertados por possíveis compradores, dificultando a função do gestor na tentativa de melhorar as suas condições de negociação e, em última instância, privando os cotistas de obter uma rentabilidade maior. É de se destacar que durante as tratativas que envolvem a aquisição e/ou venda de participações em companhias fechadas, é comum a celebração de acordos de confidencialidade que impedem cada uma das partes de divulgar informações sobre o negócio e/ou sobre a companhia objeto, de forma a que terceiros não vinculados ao negócio possam acessar essas informações. Nesse sentido, a operação geralmente envolve vários meses e engloba a realização de diligências jurídica, contábil e financeira, além de envolver longa negociação acerca de responsabilidades e obrigações.

No mais, vale mencionar que a indústria internacional de *private equity* já atua com a utilização do valor justo nos reportes para seus investidores. No entanto, é importante relembrar que a comunidade internacional, em geral, não submete tais fundos à regulação de órgãos que contem com a publicidade de informações da CVM – e, portanto, a informação fica reservada aos investidores que a receberam, assim como a eventuais órgãos reguladores que a solicitem, com manutenção do sigilo da informação. Por isso, por mais que vejamos a adoção do valor justo como prática internacional, a divulgação de tais informações em *website* público e acessível para qualquer pessoa vai de encontro à confidencialidade típica desta informação, e é possível afirmar que o Brasil seria um dos únicos, se não o único, país em estágio avançado de desenvolvimento onde tais informações seriam disponíveis a qualquer pessoa. Neste sentido, a sugestão tem como finalidade ajustar a obrigação trazida por esta D. CVM à realidade informacional do mercado financeiro e de capitais nacional.

É importante destacar que, embora a CVM esteja sujeita à Lei 12.527 – Lei de Acesso à Informação (“LAI”) –, que obriga a divulgação de informações que tenham sido geradas ou entregues à CVM (entre outras entidades públicas), há uma série de situações onde é permitida a manutenção do sigilo de determinadas informações.

Nesse sentido, os arts 22 e seguintes da LAI tratam de hipóteses onde determinadas informações podem ser mantidas em sigilo. Além disso, o Decreto 7.724/12, que regulamenta a LAI é explícito, em seu art. 5º, §2º a expressamente excluir da abrangência do Decreto “*as informações relativas à atividade empresarial de pessoas físicas ou jurídicas de direito privado obtidas pelo Banco Central do Brasil, pelas agências reguladoras ou por outros órgãos ou entidades no exercício de atividade de controle, regulação e supervisão da atividade econômica cuja divulgação possa representar vantagem competitiva a outros agentes econômicos*”.

Além disso, o art. 6º, I do Decreto esclarece que também estão fora da abrangência deste “às hipóteses de sigilo previstas na legislação, como fiscal, bancário, de operações e serviços no



mercado de capitais, comercial, profissional, industrial e segredo de justiça". Dessa forma, entendemos que o pleito acima não restaria prejudicado pelo fato da CVM sujeitar-se à LAI.

A título de referência, vale citar a experiência do Conselho Administrativo de Defesa Econômica – CADE, o qual também está sujeito à LAI e que, ciente dos danos à concorrência que podem ser causados pela divulgação ao público em geral de informações concorrencialmente sensíveis, incluiu em seu Regimento Interno (Art. 50 e seguintes) regras claras acerca do tratamento sigiloso de determinadas informações, assim como possibilita que cada regulado possa, adicionalmente às informações já caracterizadas como sigilosas, solicitar a não divulgação de determinadas informações.

A CVM aparentemente entende a preocupação quanto à publicidade imediata de dados sensíveis da carteira de fundos e já endereça em situações específicas como no art. 56, §2º da Instrução nº 555/15 da CVM, que permite a omissão de identificação e quantidade de ativos que compõem a carteira do fundo. Observe-se que essa previsão, em face dos argumentos indicados acima, convive de forma harmônica com as disposições da LAI. Destaque-se ainda, que essa regra pode ser utilizada por fundos de varejo, destinados a pessoas físicas, além de que os ativos objeto são (usualmente) ativos com liquidez diária.

Dessa forma, o mercado sugere que situação semelhante seja utilizada com os FIPs, ressaltando que se trata de um fundo cujo público são investidores qualificados e profissionais, assim como o ativo objeto é extremamente ilíquido, o que gera obrigatoriedade maior de tratamento específico evitando uma “vantagem competitiva a outros agentes econômicos”, isto é, possibilitar vantagem para eventuais contrapartes da operação.

E vale lembrar que a sugestão é que apenas os documentos públicos, incluindo demonstrações financeiras, não contem com tais informações (as quais podem ser omitidas, por exemplo, com grifos) – estando os investidores do fundo plenamente informados sobre a avaliação do fundo. No mais, tal omissão não seria possível no caso de fundos de investimento cujas cotas são negociadas em mercados de Bolsa, pela óbvia necessidade de isonomia de informações ao mercado.

Em relação ao 5º gostaríamos de solicitar extensão de prazos para envio de informações de fundos de investimento em cotas, pois estes dependem do recebimento das informações dos fundos investidos muitas vezes.



Seção III – Informações eventuais (CAPÍTULO VIII – DIVULGAÇÃO DE INFORMAÇÕES)

46. Art. 51. O administrador deve disponibilizar aos cotistas e à CVM os seguintes documentos, relativos a informações eventuais sobre o fundo:

I - edital de convocação e outros documentos relativos a assembleias gerais, no mesmo dia de sua convocação;

II – no mesmo dia de encerramento ~~sua realização~~, o sumário das decisões tomadas na assembleia geral ordinária ou extraordinária, caso as cotas do fundo estejam admitidas à negociação em mercados;

(...)

IV – prospecto, material publicitário e anúncios de início e de encerramento de oferta pública de distribuição de cotas, nos termos e prazos estabelecidos em regulamentação específica.

Justificativas:

Em relação ao Inciso I, consideramos que documentos acessórios à assembleia podem ter caráter confidencial, por isso seriam enviados aos cotistas na data de convocação e ficariam apenas disponíveis para a CVM na sede do administrador.

Quanto ao Inciso II, muitas vezes as assembleias dos FIPs são iniciadas em determinado dia, mas ficam suspensas, em função de solicitação dos cotistas ou mesmo da necessidade de maior tempo para análise de determinadas informações e/ou documentos apresentados na assembleia geral. Dessa forma, sugerimos que a obrigação de disponibilizar no site da CVM seja realizada no mesmo dia em que a assembleia for encerrada e não na data do início da mesma.

Em relação ao Inciso IV sugerimos esclarecer que serão observados termos das normas específicas.

47. Art. 52. Na ocorrência de alteração material no valor justo dos investimentos do total da carteira do FIP e do correspondente reconhecimento contábil, no caso do fundo ser qualificado como entidade para investimento nos termos da regulamentação contábil específica, o administrador deve:

I – disponibilizar aos cotistas, em até 5 (cinco) úteis dias após a data do reconhecimento contábil:

a) um relatório, elaborado pelo administrador e pelo gestor, com as justificativas para a alteração material no valor justo, incluindo um comparativo entre as premissas e estimativas utilizadas nas avaliações atual e anterior;

~~b) o efeito da nova avaliação sobre o resultado do exercício e patrimônio líquido do fundo; e~~



II – elaborar nas hipóteses abaixo as demonstrações contábeis do fundo para o período compreendido entre a data de início do exercício e a respectiva data do reconhecimento contábil dos efeitos da nova mensuração nos casos em que a alteração mencionada no caput for superior a 50% do patrimônio do fundo.

a) caso seja realizada nova emissão de cotas para cotistas não integrantes do fundo durante o exercício em que ocorreu a alteração;

b) por deliberação da assembleia, desde que convocada por solicitação dos cotistas, após o recebimento de relatório emitido pelo administrador e pelo gestor;

§ 1º Na ocorrência do descrito no Inciso II, enquanto uma nova demonstração contábil auditada não for publicada:

I - os fundos que tenham suas cotas admitidas a negociação em mercados de bolsa terão suas cotas bloqueadas; e

II - nas negociações fora dos mercados de bolsa, caberá ao atual cotista garantir que o novo cotista ateste que teve conhecimento da alteração material do valor justo.

§ 12º As demonstrações contábeis referidas no inciso II do caput devem ser auditadas por auditores independentes registrados na CVM e enviadas aos cotistas e à CVM em até 90 (noventa) dias após a data do reconhecimento contábil dos efeitos da nova mensuração.

§ 23º Fica dispensada a elaboração de demonstrações contábeis referidas no § 1º quando estas se encerrarem 2 (dois) meses antes da data de encerramento do exercício social do fundo-

Justificativas:

Em relação à alínea “a” do Inciso I, entendemos como necessário o esclarecimento de que se trata de dias úteis.

Quanto à alínea “b”, entendemos como necessária a exclusão do efeito sobre o exercício, dado que não necessariamente haverá a devida apuração do valor antes mesmo da realização da contabilização do exercício.

No mais, sugerimos a alteração do Inciso II, dado que a ocorrência de diversos eventos pode aumentar consideravelmente os custos do fundo na medida em que cada ocorrência que altere o valor composto pela carteira do fundo, gerará a obrigação de elaboração de uma nova demonstração financeira auditada, nosso objetivo é restringir os eventos que consideramos ser realmente necessária a divulgação deste efeito.



Primeiramente visando diminuir a subjetividade do critério e possibilitar a transparência de informações somente nos casos extraordinários e que mereçam de fato nova avaliação da carteira do fundo, sugerimos incluir o critério de materialidade, observando 50% do patrimônio líquido do fundo.

Por fim, com vistas a proteger a entrada de novos cotistas no fundo, quando houver alteração material do valor, isto é (50 % do patrimônio líquido do fundo), entendemos que seja necessária a elaboração de uma nova DF nos casos em que for realizada uma nova oferta de cotas para novos cotistas.

Nos casos em que houver alteração material, os cotistas do fundo, em posse do relatório efetuado pelo administrador e gestor, poderão via assembleia geral de cotistas, definir pela realização ou não de uma nova demonstração financeira auditada.

Visando proteger os demais casos em que novos cotistas poderiam adquirir cotas do fundo, ou seja, negociações por meio de Bolsa de Valores e realizadas de forma bilateral, incluímos salvaguardas a serem observadas.

Para as negociações em Bolsa entendemos ser necessário o bloqueio das negociações até que uma nova demonstração seja realizada, possibilitando maior transparência ao mercado. Ressaltamos ainda, que não foi possível checar junto à Bolsa de Valores como será realizada a operacionalização do bloqueio de cotas, sendo necessária uma avaliação mais aprofundada.

No caso de negociações bilaterais, sugerimos que o atual cotista conhecedor da alteração material ocorrida informe este evento ao novo cotista por meio de formalização em documento de transferência de cotas, sendo a efetivação da transferência de cotas de responsabilidade do administrador.

Consideramos ainda que deverão ser apresentadas novas demonstrações financeiras apenas para as companhias investidas que sofrerem tal alteração material no valor justo, sendo que as demais companhias já estarão avaliadas a valor justo, conforme obrigação definida na norma contábil.

48. Art. 53. O administrador é obrigado a divulgar ampla e imediatamente a todos os cotistas na forma prevista no regulamento do fundo e por meio do Sistema de Envio de Documentos disponível na página da CVM, e para a entidade administradora de mercado organizado onde as cotas estejam admitidas à negociação, qualquer ato ou fato relevante ocorrido ou relacionado ao funcionamento do fundo ou aos ativos financeiros integrantes de sua carteira.

§ 1º Considera-se relevante qualquer deliberação da assembleia geral, ou do administrador, ou qualquer outro ato ou fato de caráter político-administrativo, técnico, negocial ou



econômico-financeiro ~~ocorrido ou~~ relacionado aos fundo seus negócios que possa influir de modo ponderável no valor das cotas ou na decisão dos investidores de adquirir, alienar ou manter tais cotas:

Justificativas:

O §1º faz menção a atos ocorridos ou relacionados aos “seus negócios”, dando a impressão de estar relacionados aos negócios do administrador. Dessa forma, sugerimos um ajuste de redação de forma a esclarecer que os fatos relevantes tratam de atos relacionados ao fundo de maneira geral (Ex. Aos ativos subjacentes, prestadores de serviços, etc...).

CAPÍTULO IX – PENALIDADES E MULTA COMINATÓRIA

49. Art. 55. *Considera-se infração grave, para efeito do disposto no art. 11, § 3º, da Lei n.º 6.385, de 7 de dezembro de 1976, a violação dos arts. 4º; 5º; 7º; 8º; 11; 12; 15 ao 18; 21; 22; 24; 26; 33; 35; 43; 44; 45, §1º; 46; 47; 49; 51; 52; 53 e 57 desta Instrução.*

Parágrafo único. Não se considera infração grave o disposto no art. 4º, quando as cotas do fundo estiverem admitidas à negociação em mercado organizado.

Justificativas e Esclarecimentos:

Em relação à infração grave relacionada ao art. 5º, gostaríamos de solicitar esclarecimentos sobre como funcionará a aplicação de infrações para as categorias que possuem investimentos em ativos não listados neste artigo, tais como o FIP Capital Semente, que permite o investimento em sociedades limitadas (art. 15) e FIP-IE e FIP – PD&I que possibilita o investimento em debêntures não conversíveis (art. 17). Adicionalmente, nos casos dos Fundos Mútuos de Investimento em Empresas Emergentes haverá uma transição maior da norma atual para a minuta em audiência, uma vez que estes passarão a observar requisitos de influência e governança, neste último item sendo observadas algumas dispensas.

Sugerimos que o art. 46, art. 51 e art. 52 não sejam incluídos como infração grave, uma vez que para a entrega das informações se faz necessário o recebimento de informações de terceiros, principalmente para a finalização das demonstrações contábeis auditadas conforme já comentado anteriormente. Além disso, ressaltamos que as demais instruções não incluem tais itens no rol de infrações graves. Neste aspecto, entendemos que é importante a comparação, entre as normas de fundos atualmente vigentes, do que se enquadra como infração grave à



legislação. Não encontramos nas demais normas de fundos de investimento aplicáveis tanto a investidores de varejo como qualificados, recém divulgadas pela CVM, semelhança no tratamento desta penalidade. Vale destacar que o fundo de investimento em participações é um veículo destinado a investidores qualificados e esta característica deve ser levada em consideração para que não haja excesso de responsabilização aos participantes desta indústria, naturalmente sofisticada. Nesse sentido, solicitamos a exclusão de tais previsões.

Sugerimos a inclusão do parágrafo único, pois nos casos em que as cotas do fundo estiverem admitidas à negociação em mercados organizados, caberá ao intermediário verificar o atendimento das formalidades estabelecidas no regulamento e Instrução, incluindo a qualificação do investidor, conforme disposto no § 2º do art. 14 da Instrução nº 555 da CVM.

CAPÍTULO IX – DISPOSIÇÕES FINAIS E TRANSITÓRIAS

50. *Art. 58. Esta Instrução entra em vigor na data de sua publicação.*

§ 1º Os Fundos de Investimento em Participações que já tenham obtido registro de funcionamento na data da publicação da presente Instrução devem se adaptar ao disposto nesta Instrução:

I – até ~~6~~ 12 (seisdoze) meses após a data sua publicação; ou

Justificativa:

Solicitamos extensão de prazo para adaptação à nova regra, sendo considerados assim doze meses para adaptação dos fundos e não seis meses conforme previsto na minuta. Consideramos que a nova regra trará um arcabouço regulamentar bastante diferente do atual, criando novas categorias e consolidando normas, e assim, demandará grandes esforços dos participantes para a realização das alterações necessárias.

Além disso, o mercado gostaria de esclarecer o entendimento de que as alterações necessárias para adaptação a nova instrução não necessitarão de aprovação em assembleia geral. Caso contrário, se for necessário, é possível que em alguns fundos não haja quórum ou que as alterações não sejam aprovadas. Nesses casos, entendemos que o administrador e o gestor não poderão sofrer penalidades.

51. *Art. 59 – B. Os fundos classificados na categoria FIP-Empresas Emergentes em funcionamento antes de XX de XXXXX de 201X e que a partir desta data não efetuaram novos investimentos, não observarão os requisitos de que tratam o art. 6º e art. 8º.*



Justificativa:

Atualmente os FMIEE não estão sujeitos aos requisitos de governança e influência dispostos no edital de audiência pública, assim, estarão sujeitos a um processo bem mais complexo de transição para a nova regra, que passará pela negociação com as empresas investidas da influência e atendimentos a necessidade de governança.

Nota-se que houve cuidado da CVM em incluir regras de transição específicas para estes fundos. No entanto, consideramos que este tipo de negociação, em geral, ocorre antes da realização do investimento pelo fundo, e poderá haver grande dificuldade por parte dos administradores e gestores de garantir o cumprimento destas disposições para os fundos que já se encontram em funcionamento e cujos investimentos já foram realizados. Assim, estas disposições poderão ser insuficientes para assegurar uma adaptação sem sobressaltos dos FMIEE à nova norma.

Desta maneira, julgamos conveniente a inserção de dispositivo isentando os fundos constituídos até a entrada em vigor da nova norma da observação destes requisitos, similarmente ao que ocorreu quando os FIPs passaram a observar o percentual mínimo de 90% investido nos ativos permitidos, ou seja, quando foi incluída a regra prevista no artigo 11 da minuta.

Ante o exposto, solicitamos a esta Autarquia que as considerações acima descritas possam ser analisadas, e aproveitamos para agradecer, mais uma vez, a oportunidade de participar desta audiência, colocando-nos à disposição para quaisquer esclarecimentos que se julgarem necessários.

Atenciosamente,

ORIGINAL ASSINADO POR

Luiz Chrysostomo de Oliveira Filho

Vice-Presidente do Comitê de Fundos de
Investimento em Participações da ANBIMA

