

São Paulo, 16 de março de 2016

À

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Superintendência de Desenvolvimento de Mercado

A/C: Antonio Carlos Berwanger

audpublicaSDM0515@cvm.gov.br

Ref.: Edital de Audiência Pública SDM N° 05/2015

Prezados,

Nos termos do Edital de Audiência Pública SDM N° 05/2015 (“Edital”), que propõe minuta de Instrução sobre a constituição, o funcionamento e a administração de Fundos de Investimento em Participações, gostaríamos de comentar e sugerir o que se segue¹:

1. Registro de Funcionamento (Artigo 2º, Parágrafo Único, da Minuta)

1.1. Sugerimos a exclusão do Parágrafo Único do Artigo 2º ou, pelo menos, a redução do prazo de 10 (dez) dias úteis para 5 (cinco) dias úteis.

2. Investimento em debêntures simples (Artigo 5º da Minuta)

2.1. Sugerimos a permissão expressa de investimento em debêntures simples.

¹ As menções a Artigos referem-se à minuta de Instrução anexa ao Edital.

2.2. Essa sugestão busca adequar a norma a uma realidade já verificada atualmente na indústria de FIPs, uma vez que hodiernamente se admite a aquisição de debêntures simples por FIPs, desde que determinadas regras de governança corporativa sejam observadas.

2.3. Importante mencionar que neste caso, deve ser assegurado, sob pena de vencimento antecipado, a participação do Fundo no processo decisório da companhia emissora, com efetiva influência na definição de sua política estratégica e na sua gestão. Tais garantias podem constar da própria escritura das debêntures e/ou de acordo de investimento.

2.4. Como exemplo de tais direitos citamos: (i) direito de nomear membros da administração; (ii) exigência de voto favorável do Fundo em determinadas matérias (ex.: alteração do objeto social, novas linhas de negócio, reorganizações societárias, alienação de determinados ativos, orçamento anual, etc.).

2.5. No mesmo sentido, em se tratando de companhia de capital fechado, ela deverá observar as regras de governança exigidas pela Instrução, também sob pena de vencimento antecipado da debênture.

3. Integralização de cotas com bens e direitos (Artigo 5º, Parágrafo Único, da Minuta)

3.1. Sugerimos que fique clara a possibilidade de integralização de cotas em bens ou direitos, desde que admitidos em carteiras de FIPs, em qualquer hipótese, não apenas nas situações atualmente previstas no Parágrafo Único do Artigo 5º da Minuta.

4. Dispensa da participação no processo decisório (Artigo 6º, Parágrafo Único, da Minuta)

4.1. Sugerimos a inclusão de duas novas hipóteses de dispensa da participação do Fundo no processo decisório da companhia investida, quais sejam:

- (i) abertura de capital da companhia com oferta pública inicial de ações, sem prejuízo do pleno exercício, pelo Fundo, de todos os direitos que lhe sejam assegurados em razão da titularidade de suas ações da companhia investida; e
- (ii) grave situação financeira da companhia e desde que (a) a dispensa seja recomendada e fundamentada pelo gestor e ratificada pela assembleia de cotistas e (b) o investimento tenha sido objeto de baixa contábil.

4.2. A primeira hipótese permitiria ampliar as alternativas de saída do Fundo, tendo em vista que a manutenção da influência no poder decisório poderia impedir ou retardar a oferta pública ou obrigaria o Fundo a realizar o desinvestimento integral no momento da oferta, o que pode não trazer o melhor resultado para os cotistas.

4.3. Na segunda hipótese, excepcional e condicionada à aprovação dos cotistas, o gestor poderia direcionar seus recursos aos investimentos com perspectiva de retorno aos cotistas. Além disso, a menor participação nas decisões de tais companhias pode reduzir o risco de responsabilização do Fundo por contingências e passivos.

5. Classificação dos Fundos (Artigo 14 da Minuta)

5.1. Em que pese o disposto no Parágrafo Único do Artigo 14 da Minuta, que determina que o FIP que se enquadrar em uma das categorias prevista no *caput* do dispositivo deverá adotar a denominação correspondente específica, sugerimos que seja expressamente permitido a FIPs com carteira diversificada e, portanto, não enquadrados em nenhuma categoria específica, a utilização das dispensas específicas de cada tipo de ativo.

5.2. A título de exemplo, entendemos que deveria ser possível um mesmo FIP investir:

- (i) em uma sociedade limitada, com as dispensas regulatórias do Artigo 15 da Minuta;
- (ii) em uma empresa emergente, com as dispensas regulatórias do Artigo 16 da Minuta; e
- (iii) em uma companhia fechada já estabelecida, observadas as regras gerais (sem dispensas regulatórias).

6. FIP – Capital Semente (Artigo 15 da Minuta)

6.1. De acordo com o Relatório de Pesquisa sobre *Crowdfunding* divulgado pela CVM em agosto de 2015, há no Brasil uma base considerável de investidores anjo que investem e/ou estão dispostos em investir em *startups*, especialmente no caso de empresas inovadoras.

6.2. O perfil de tais investidores identificado em referido Relatório não se enquadra no conceito de investidor profissional, proposto no Edital com o

público-alvo exclusivo dos FIPs – Capital Semente, justamente o tipo de fundo que poderia absorver esse mercado.

6.3. Além disso, cabe mencionar muitos desses investidores possuem conhecimento técnico elevado na área de atuação das empresas investidas, sendo muitos deles egressos dos mesmos setores.

6.4. Atualmente, tais investimentos são realizados através do chamado *equity crowdfunding*, que oferece uma proteção regulatória inexistente ou limitada. Nesse sentido, a criação de uma modalidade de FIP que absorvesse tais investimentos seria saudável para o mercado como um todo.

6.5. Em suma, um FIP – Capital Semente restrito a investidores profissionais teria um alcance por demais limitado e afastaria possivelmente seu principal público-alvo.

6.6. Cientes do risco adicional de atividades em fase inicial, sugerimos que caso sejam admitidos investidores qualificados em FIPs – Capital Semente, esta Comissão poderia exigir um nível de *disclosure* maior.

7. FIP – Investimento no Exterior (Artigo 18 da Minuta)

7.1. Sugerimos a exclusão do Parágrafo Único do Artigo 18 da Minuta.

7.2. Na medida em que este tipo de FIP é destinado exclusivamente a investidores profissionais, entendemos que não há razão para o estabelecimento de um limite mínimo, visto que em outras modalidades de fundos (tais como os fundos regulados pela Instrução CVM 555) não há limites mínimos exigidos para fundos destinados exclusivamente a investidores profissionais.

7.3. Não vemos razão para exigir que a carteira aplicada no exterior se restrinja ao intervalo entre 67% e 100%.

7.4. A nosso ver, basta a permissão de investir até 100% (cem por cento) do patrimônio líquido do Fundo em ativos no exterior.

8. Classes de Cotas (Artigo 19, Parágrafo Único, da Minuta)

8.1. A Minuta propõe manter os mesmos critérios atualmente vigentes de segregação entre classes de cotas, quais sejam: direitos políticos (Artigo 29, § 1º, da Minuta) e direitos econômico-financeiros, exclusivamente quanto à fixação das taxas de administração e de performance, e respectivas bases de cálculo (Artigo 19, Parágrafo Único, da Minuta).

8.2. Em conversas com o mercado, somos rotineiramente questionados sobre a vedação à criação, em FIP, de classes de cotas com direitos econômicos diferenciados não somente em relação às taxas de administração e performance, mas também no que se refere, por exemplo, à prioridade de pagamentos, retornos diferentes, prazos de amortização/resgates distintos.

8.3. Na medida em que os FIPs são destinados exclusivamente a investidores qualificados, sugerimos que seja permitida a criação de cotas com direitos econômico-financeiros distintos em relação a prioridade de pagamentos, retornos e prazos de amortização/resgates distintos, guardando similaridade com a sistemática atualmente existente para fundos de investimento em direitos creditórios.

9. Interveniência e anuência do administrador em acordos de acionistas (Artigo 39, IX, da Minuta)

9.1. Sugerimos a exclusão da necessidade de que o administrador participe como interveniente anuente dos acordos de acionistas firmados pelo gestor, com a exclusão do inciso IX do artigo 39, renumerando-se os demais.

9.2. De acordo com o disposto no Artigo 34 da Minuta, o gestor tem poderes originários para negociar, contratar, adquirir e alienar diretamente os ativos dos FIPs.

9.3. Neste sentido, não vemos razão de existir um regime diferenciado que exija a interveniência do administrador exclusivamente para a celebração de acordos de acionistas.

10. Possibilidade de o gestor efetuar a mensuração dos investimentos a valor justo (Artigo 40, da Minuta)

10.1. Sugerimos que seja permitido ao gestor, quando previsto no regulamento, ser o responsável por avaliar a valor justo as companhias investidas do Fundo, sem prejuízo das responsabilidades do administrador pelas demonstrações contábeis.

10.2. Em linha com nossa sugestão acima, também sugerimos a inclusão de novo parágrafo exigindo que nos casos em que o gestor realize a avaliação das companhias investidas pelo valor justo, o regulamento preveja expressamente:

- (iii) a exigência de metodologia de avaliação baseada em critérios consistentes e passíveis de verificação, previamente aprovada pelo administrador do Fundo; e

- (iv) que o gestor não poderá ser remunerado com base no patrimônio líquido do Fundo.

10.3. Entendemos que é o gestor que acompanha diariamente a rotina e vida das companhias investidas por meio de equipe técnica dedicada e especializada. Em razão desta proximidade, o gestor teria melhores condições que o administrador de efetuar a avaliação das companhias por seu valor justo (que muito provavelmente irá contratar terceiros para efetuar tal mensuração, o que traria custos adicionais para os FIPs e conseqüentemente para os seus cotistas).

10.4. Caso nossa sugestão seja levada em consideração e para mitigar e/ou evitar conflitos de interesses, entendemos ser fundamental que também haja previsão expressa que o gestor não poderá ser remunerado tendo por base o patrimônio líquido do fundo.

10.5. Além do disposto acima, é imprescindível que o gestor utilize metodologia firmada em critérios consistentes e passíveis de verificação, prévia e devidamente aprovada pelo administrador do FIP, na medida em que em última análise o administrador continua sendo responsável pelas demonstrações financeiras do FIP.

11. Atividades Imobiliárias (Artigo 43, VI, (a), da Minuta)

11.1. Sugerimos que seja expressamente esclarecido que a vedação constante do Artigo 43, inciso VI, alínea (a), da Minuta² não impede o investimento em sociedades que desenvolvam atividades imobiliárias.

² É vedado ao administrador e gestor, direta ou indiretamente, em nome do fundo (...) aplicar recursos (...) na aquisição de bens imóveis.

11.2. Apesar de haver diversos “FIPs Imobiliários” registrados na CVM, já nos deparamos com questionamentos acerca do alcance da vedação atualmente constante do art. 35 da Instrução CVM 391, de mesmo teor da proposta de redação objeto deste item.

11.3. Aliás, aproveitamos a oportunidade para sugerir a criação de uma categoria específica para FIPs imobiliários, de certa forma já mencionados na Instrução CVM 472³.

11.4. Além de possibilitar uma base estatística mais precisa, a criação de tal categoria permitiria que incentivos e benefícios tributários usualmente concedidos ao setor imobiliário alcançassem tais fundos.

11.5. Na hipótese de criação desse tipo de FIP, entendemos recomendável permitir o investimento em sociedades limitadas, observadas a influência na gestão e determinadas regras de governança, como o faz a Instrução CVM 472.

12. Inclusão de novos encargos (Artigo 45, da Minuta)

12.1. Sugerimos a inclusão de outras despesas que deverão estar expressamente previstas como encargos do FIP, tais como gastos e despesas com a contratação de assessores ou consultores para a realização da avaliação dos ativos que compõem a carteira do FIP e despesas relativas a contratação de assessores legais, além de outros consultores contratados no âmbito de operações de compra e venda de ativos envolvendo o FIP.

³ Art. 45. A participação do fundo em empreendimentos imobiliários poderá se dar por meio da aquisição dos seguintes ativos:

(...)

IV – cotas de fundos de investimento em participações (FIP) que tenham como política de investimento, exclusivamente, atividades permitidas aos FII (...).

12.2. Entendemos que as despesas que sugerimos acima estão diretamente relacionadas às atividades do FIP e por esta razão poderiam ser por ele suportadas.

13. Divulgação ao público do valor justo dos ativos (Artigo 46, inciso III, alínea a, da Minuta)

13.1. Sugerimos alterar a redação do referido dispositivo para possibilitar a não-divulgação ao público do valor justo dos ativos que compõem a carteira do FIP por um período de 12 (doze) meses contados da realização da avaliação, se a referida divulgação puder resultar em prejuízos para o FIP e/ou para seus cotistas.

13.2. A carteira dos FIPs é, em sua grande maioria, composta por ativos que não possuem uma cotação de mercado e cuja avaliação depende de uma série de fatores.

13.3. Em casos de desinvestimento, por exemplo, a divulgação do valor justo do ativo pode ser entendida como um preço máximo final, o que pode acarretar prejuízos para o FIP e para seus cotistas no momento da negociação do desinvestimento.

13.4. Assim, nossa sugestão é que tal informação fique disponível apenas para os cotistas dos FIP, sem sua divulgação pública, pelo período de até 12 (doze) meses, no intuito de evitar que divulgação das demonstrações contábeis possa acarretar prejuízos para os FIPs no investimento e desinvestimento desses ativos.

14. Prazo de Adaptação (Artigo 58 - Parágrafo Primeiro, I, da Minuta)

14.1. Sugerimos que prazo de adaptação dos FIPs atualmente em funcionamento aos dispositivos da nova regra seja ampliado para 12 (doze) meses após a publicação da nova Instrução, uma vez que existem alterações profundas na regulamentação que deverão ser implementadas.

15. Manutenção na carteira dos FMIEEs de ativos que não atendam aos requisitos mínimos de influência na gestão ou governança estabelecidos na Minuta (Artigo 58 da Minuta)

15.1. Propomos a possibilidade de manutenção na carteira do FMIEE de determinados ativos que não atendam aos requisitos mínimos de influência na gestão ou governança estabelecidos na Minuta.

15.2. Nossa sugestão objetiva evitar a necessidade de um desinvestimento súbito e peremptório para cumprir com as novas regras de enquadramento caso o administrador e/ou gestor, conforme o caso, entendam que o referido desinvestimento possa acarretar prejuízos para o FIP ou não seja o momento mais oportuno para efetivar o desinvestimento.

15.3. Alternativamente (e em linha com o que ocorreu para os fundos regulados pela Instrução CVM 555), sugerimos que seja concedido um prazo máximo para que o administrador e/ou o gestor, conforme o caso, efetue referido desinvestimento.

16. Adiantamento para futuro aumento de capital (AFAC) (sem previsão na Minuta)

16.1. Sugerimos a inclusão da possibilidade de o FIP efetuar adiantamento para futuro aumento de capital (AFAC) em benefício das companhias nas quais ele já detenha participação, desde que expressamente prevista em regulamento. Neste caso, o regulamento descreveria os termos, condições e prazo para conversão em capital.

16.2. A possibilidade ficaria restrita a companhias nas quais o FIP já detivesse participação – com influência no processo decisório e observância de regras mínimas de governança, conforme aplicável – e o AFAC seria computado, para fins do enquadramento previsto no Artigo 11 da Minuta, como se fosse investimento em ações.

16.3. A realização de AFAC confere agilidade ao processo de investimento, já que a aprovação de um novo aumento de capital pode levar tempo e inviabilizar determinar operações.

17. Contratação de empréstimos em geral (sem previsão na Minuta)

17.1. Sugerimos a possibilidade de contratação de empréstimos ou financiamentos junto a quaisquer entidades ou instituições financeiras (não apenas organismos multilaterais e bancos de fomento), locais ou internacionais.

17.2. Neste caso, o regulamento estabeleceria os termos e condições para tais operações e cada operação seria objeto de aprovação específica da assembleia de cotistas.

17.3. Em que pese a disposição do Artigo 2º, inciso II, da Instrução CVM 406 (que permite expressamente aos FIPs contrair empréstimos, diretamente, dos organismos, das agências de fomento ou dos bancos de desenvolvimento, limitados ao montante correspondente a 30% (trinta por cento) dos ativos do fundo), tem sido rara a estruturação de FIPs que recebem o apoio financeiro de organismos de fomento e, portanto, que efetivamente contrataram operações de empréstimo junto a organismos ou agências de fomento e bancos de desenvolvimento.

17.4. Nesse sentido, nossa sugestão é aumentar a abrangência deste dispositivo de modo que os FIPs possam contratar empréstimos e financiamentos junto a outras entidades ou instituições financeiras, locais ou internacionais. Esta medida poderia propiciar maior eficiência de capital aos FIPs e, conseqüentemente, potencializar os retornos aos seus cotistas.

18. Disponibilização de Informações Confidenciais

18.1. Sugerimos que o sistema de envio de informações da CVM (“CVMWeb”) possua campo para envio de informações confidenciais ou informações que ainda não devem ser publicamente divulgadas.

18.2. Citamos como exemplo as atas de assembleias que aprovam a substituição do administrador de um FIP.

18.3. Na regulamentação vigente, por exemplo, devem ser comunicados à CVM em até 8 (oito) dias contados de sua deliberação em assembleia, a substituição do administrador.

18.4. Na prática, porém, como a substituição aprovada geralmente depende de determinadas condições e procedimentos operacionais, o novo administrador

costuma assumir o Fundo esse prazo de 8 (oito) dias. Isso acaba gerando o seguinte impasse: a ata da assembleia é enviada via CVMWeb dentro dos 8 (oito) dias, tornando-se pública e podendo induzir cotistas ou terceiros a crer que o administrador já foi substituído.

18.5. Com um mecanismo de envio exclusivamente para a CVM, sem publicidade, determinados documentos e informações seriam devidamente entregues ao regulador⁴ e só se tornariam públicos – de forma automática ou mediante comando do administrador ou da CVM, conforme aplicável – após determinado prazo ou se implementada determinada condição.

Sendo o que nos cabia, permanecemos à disposição para os esclarecimentos que se fizerem necessários.

Atenciosamente,

RICARDO DOS SANTOS DE ALMEIDA

VIEIRA

OAB/SP 188.589

OTAVIO AUGUSTO DE LARA

BORSATO

OAB/SP 184.182

BARCELLOS TUCUNDUVA ADVOGADOS

⁴ O envio aos cotistas seria feito pelo administrador na forma prevista no regulamento.