



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares – Centro – Rio de Janeiro - RJ – CEP: 20050-901 – Brasil
Tel.: (21) 3554-8686 - www.cvm.gov.br

RELATÓRIO DE ANÁLISE

Audiência Pública SDM Nº 05/2015 – Processo CVM RJ-2012-10107

Objeto: Nova Instrução sobre a constituição, o funcionamento e a administração de Fundos de Investimento em Participações.

1. Introdução

O presente relatório é resultado da Audiência Pública SDM nº 05/15 (“Audiência”), que recebeu comentários entre os dias 17 de dezembro de 2015 e 16 de março de 2016, e que tem como objetivo unificar e modernizar as regras aplicáveis aos Fundos de Investimento em Participações (“FIP”) com a consolidação das instruções em vigor que dispõem sobre as modalidades de fundos voltados para a participação em sociedades, abertas ou fechadas, e que possuem como foco o desenvolvimento dos negócios da investida, por meio de participação na sua gestão, e visando ao desinvestimento no futuro com apreciação do capital.

Nesse contexto, a audiência propôs uma minuta de instrução (“Minuta”) sobre a constituição, o funcionamento e a administração de FIP, de forma a substituir e revogar as Instruções CVM nºs 209, de 25 de março de 1994, 391, de 16 de julho de 2003, 406, de 27 de abril de 2004, e 460, de 10 de outubro de 2007, além das respectivas instruções alteradoras.

Como as manifestações recebidas pela CVM durante o processo de audiência pública se encontram disponíveis na íntegra na sua página na rede mundial de computadores¹, todos os comentários e sugestões enviados tempestivamente são citados neste relatório de forma resumida.

Para melhor descrever e comentar as manifestações dos participantes, este relatório é dividido da seguinte forma: (i) introdução; (ii) participantes; (iii) comentários à Minuta; (iv) outras propostas; e (v) proposta definitiva de instrução.

Este relatório foi elaborado pela Superintendência de Desenvolvimento de Mercado – SDM com o objetivo de apresentar ao Colegiado da CVM as sugestões recebidas na Audiência. As sugestões e comentários relacionados à forma, referências ou redação foram refletidos na instrução, mas não necessariamente estão descritos no presente relatório.

¹ Ver: http://www.cvm.gov.br/audiencias_publicas/ap_sdm/2015/sdm0515.html



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares – Centro – Rio de Janeiro - RJ – CEP: 20050-901 – Brasil
Tel.: (21) 3554-8686 - www.cvm.gov.br

RELATÓRIO DE AUDIÊNCIA PÚBLICA SDM Nº 05/2015

2

2. Participantes

- i) ABVCAP – Associação Brasileira de Private Equity & Venture Capital (“ABVCAP”);
- ii) ANBIMA – Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais (“ANBIMA”);
- iii) Barcellos Tucunduva Advogados (“Barcellos Tucunduva”);
- iv) Benzecry e Pitta Advocacia Especializada (“Benzecry e Pitta”);
- v) BM&FBOVESPA S.A. – Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros (“BM&FBOVESPA”);
- vi) Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social – BNDES (“BNDES”);
- vii) João Santos;
- viii) Lanna Ribeiro, Carneiro de Souza & Fragoso Pires Advogados (“LCCF”);
- ix) Magalhães Advogados;
- x) Mattos Filho, Veiga Filho, Marrey Jr. e Quiroga Advogados (“Mattos Filho”);
- xi) Motta, Fernandes Rocha Advogados (“Motta Fernandes”);
- xii) Negrão, Ferrari & Bumlai Chodraui Advogados (“NF&BC”);
- xiii) Pátria Investimentos Ltda. (“Pátria”);
- xiv) PREVI – Caixa de Previdência dos Funcionários do Banco do Brasil (“PREVI”);
- xv) Spalding Advocacia Empresarial (“Spalding”);
- xvi) Stocche, Forbes, Padis, Filizzola, Clápis, Passaro, Meyer e Refinetti Advogados (“Stocche Forbes”);
- xvii) Trench, Rossi e Watanabe Advogados (“Trench Rossi”); e
- xviii) Ulhôa Canto, Rezende e Guerra Advogados (“Ulhôa Canto”).

3. Comentários à Minuta

3.1. Prazo para registro do FIP (art. 2º, parágrafo único)

A ABVCAP sugere a exclusão do parágrafo único do art. 2º da Minuta e a manutenção da regra atual da Instrução CVM nº 391, de 2003, que prevê a concessão do registro do FIP de forma automática. Alternativamente, a ABVCAP sugere a redução do prazo previsto no referido parágrafo de 10 dias úteis para 5 dias úteis. A ABVCAP argumenta que a imposição de um prazo, ainda que temporariamente até o desenvolvimento de sistema informatizado para o registro automático, é sentida como uma perda de eficiência e agilidade ao processo.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares – Centro – Rio de Janeiro - RJ – CEP: 20050-901 – Brasil
Tel.: (21) 3554-8686 - www.cvm.gov.br

RELATÓRIO DE AUDIÊNCIA PÚBLICA SDM Nº 05/2015

3

A ANBIMA solicita esclarecimentos acerca do procedimento de registro, a fim de confirmar o seu entendimento de que o FIP estará registrado e autorizado a iniciar as suas atividades independentemente da manifestação expressa da CVM por meio de ofício: (i) em 10 dias úteis após o protocolo dos documentos requeridos, previamente a disponibilização do sistema; e (ii) no mesmo dia do *upload* dos documentos no sistema informatizado de registro, quando disponível.

A BM&FBOVESPA sugere a transferência do parágrafo único do art. 2º para um novo art. 60, com a renumeração dos demais, no Capítulo IX – Disposições Finais e Transitórias, tendo em vista se tratar de um comando transitório que deixará de produzir efeitos tão logo o sistema de registro automático passe a funcionar.

A CVM esclarece que vem desenvolvendo um sistema de registro automático de fundos estruturados, semelhante ao sistema existente para os fundos de investimento regulados pela Instrução CVM nº 555, de 17 de dezembro de 2014. A expectativa da Autarquia é que tal sistema esteja em funcionamento em 2017.

Enquanto não houver sistema, o ofício de registro continuará a ser emitido, pois dele consta o número de cadastro do fundo nos sistemas da CVM, e será encaminhado aos participantes geralmente dentro dos 10 dias úteis previstos na Minuta, prazo este que reflete a atual prática da Superintendência de Relações com Investidores Institucionais – SIN da CVM. Dessa forma, a CVM entende o prazo proposto está em linha com a prática atual e que não há perda de agilidade.

A CVM esclarece, porém, que independentemente de manifestação da SIN por meio de Ofício, o início das atividades do FIP dar-se-á decorridos 10 dias úteis. Porém, em casos de recebimento de Ofício de exigências dentro dos 10 dias úteis, o funcionamento do fundo dar-se-á somente depois de sanadas as exigências e do recebimento do Ofício de registro pelo participante.

A CVM entende que esse novo procedimento aperfeiçoa o previsto na Instrução CVM nº 391, de 2003, que dispõe sobre o registro automático sem que exista o sistema de registro, o que na prática gera dúvidas aos participantes que, por muitas vezes, aguardam o Ofício de registro com o código CVM para iniciar as atividades do fundo. Ainda, uma vez que pode haver exigências da SIN durante o processo de registro, há insegurança sobre em qual momento os fundos estariam aptos a iniciar as suas atividades.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares – Centro – Rio de Janeiro - RJ – CEP: 20050-901 – Brasil
Tel.: (21) 3554-8686 - www.cvm.gov.br

RELATÓRIO DE AUDIÊNCIA PÚBLICA SDM Nº 05/2015

4

Por fim, a CVM não considera pertinente a sugestão da BM&FBOVESPA de se transferir o parágrafo único do art. 2º para o art. 60, pois ele ficaria demasiadamente distante do artigo ao qual o parágrafo se refere.

3.2. Público alvo do FIP (art. 4º)

A BM&FBOVESPA considera salutar que o investimento em cotas de FIP seja possível a quaisquer tipos de investidores, exceto em cotas do FIP – Capital Semente e FIP – Investimento no Exterior.

Argumenta a BM&FBOVESPA que o amadurecimento da indústria de FIP e o aprimoramento do arcabouço regulatório a ser implementado quando da edição da norma, além da introdução de normas e práticas mais robustas de *suitability*, permitem que o FIP esteja disponível a quaisquer tipos de investidores, de forma a dispor de mais uma alternativa para a diversificação de seu portfólio.

A BM&FBOVESPA destaca também que se trata de um veículo de investimento gerido necessariamente por entidades especializadas e devidamente autorizadas pela CVM, conferindo, portanto, adequada proteção aos cotistas.

O participante, por fim, considera importante que, dada a natureza particular dos FIP e das suas empresas investidas, na hipótese de se permitir investidores em geral, seja exigida, no momento da subscrição ou aquisição de cotas, declaração de ciência do investidor acerca dos riscos inerentes ao investimento.

A CVM entende que a sugestão não é pertinente, tendo em vista as particularidades dos ativos que podem ser objeto de investimentos do fundo, reconhecidas pelo próprio participante.

Os FIP possuem ativos com pouca ou nenhuma liquidez e difíceis de serem precificados e a CVM considera que, em comparação com outros fundos de investimento, inclusive fechados, os FIP estão em uma escala mais elevada no que tange à complexidade e ao nível de risco.

A CVM entende, ainda, que o regime informacional da Minuta e da nova Instrução prevê conteúdo e periodicidade de entrega adequados ao perfil dos investidores qualificados aos quais o FIP se destina.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares – Centro – Rio de Janeiro - RJ – CEP: 20050-901 – Brasil
Tel.: (21) 3554-8686 - www.cvm.gov.br

Por fim, a CVM observa que na maioria dos casos o público alvo dos FIP tem sido composto por investidores ainda mais sofisticados, sendo na maior parte formado por investidores profissionais.

3.3. Possibilidade de investimento debêntures simples (art. 5º)

Em conexão com o solicitado no Edital, os participantes encaminharam manifestações acerca das possíveis formas de o fundo assegurar a efetiva influência na definição da política estratégica e na gestão da investida por meio de aquisição de debêntures simples.

A ABVCAP, a ANBIMA, o Mattos Filho e o Stocche Forbes entendem que o investimento em debêntures simples viabilizará estratégias diversificadas com a combinação de instrumentos de *equity* e dívida em operações de *private equity*, notadamente: (i) na diversificação ou limitação do risco do investimento em determinada companhia alvo ou investida; (ii) na necessidade de alavancagem imediata pela companhia alvo ou investida com a simplicidade do processo de aprovação societária, representando alternativa de financiamento às tradicionais operações financeiras; e (iii) quando há resistência dos acionistas vendedores em serem diluídos no momento do ingresso de novos acionistas, bem como nas dificuldades de se negociar os termos de conversão de debêntures conversíveis.

A BM&FBOVESPA destaca que a inclusão de debêntures simples no rol dos ativos elegíveis auxiliará o desenvolvimento e crescimento de uma gama maior de companhias que poderão ser objeto de aportes oriundos de FIP, na medida em que poderão receber recursos também por meio da emissão de instrumentos de dívida não conversíveis.

O BNDES e o Trench Rossi reforçam a relevância de se permitir o investimento em debêntures simples, porém ressaltam que uma política de investimentos restrita a debêntures simples pode restringir a governança das companhias investidas, alterando a natureza de um FIP. Dessa forma, o BNDES e o Trench Rossi sugerem alguma limitação percentual para que o FIP possa investir neste tipo de título.

O Trench Rossi sugere como alternativa a limitação percentual a exigência de que investimentos em debêntures simples sejam somente possíveis caso o FIP já possua ações ou outros títulos de participação do mesmo emissor.

A ANBIMA sugere um limite de 33% do capital comprometido do FIP para investimento em debêntures simples, evitando que o fundo venha comprometer a sua condição de investimento de renda variável.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares – Centro – Rio de Janeiro - RJ – CEP: 20050-901 – Brasil
Tel.: (21) 3554-8686 - www.cvm.gov.br

RELATÓRIO DE AUDIÊNCIA PÚBLICA SDM Nº 05/2015

6

A ANBIMA e a ABVCAP sugerem a utilização do critério de capital comprometido na apuração deste e de todos os limites da norma, tais como investimento no exterior, como comentado mais adiante neste relatório. A justificativa é de que o capital comprometido representa o total esperado para a carteira do FIP e que há complexidades de limites de concentração atrelados a patrimônio líquido em fundos de condomínio fechado com chamada de capital, uma vez que no momento inicial o fundo não está com seu capital comprometido totalmente integralizado.

No tocante as possíveis formas de o FIP assegurar a efetiva influência na investida, a ABVCAP, a ANBIMA e o LCCF comentam primeiramente que nos termos da Lei nº 11.478, de 29 de maio de 2007, e da Instrução CVM nº 460, de 2007, já é permitido o investimento do FIP-IE e do FIP-PD&I em debêntures simples com a exigência de que devem participar do processo decisório das sociedades investidas com efetiva influência na definição de suas políticas estratégicas e na sua gestão.

A ABVCAP, ANBIMA, Barcellos Tucunduva, Motta Fernandes, NF&BC, Pátria, Spalding elencam diferentes tipos de cláusulas contratuais por meio das quais seria possível o exercício da efetiva influência, dentre elas: (i) o direito de nomeação para órgãos da administração; (ii) a criação de comitê de debenturistas com a prerrogativa de deliberar sobre as decisões da companhia com a anulação de decisão posterior que não cumpra com esta formalidade; (iii) o direito de o FIP fiscalizar as atividades dos administradores da companhia emissora, receber relatórios periódicos sobre suas atividades e resultados e requerer ajustes no curso dos negócios da companhia; e (iv) o empenho ou alienação fiduciária de determinada quantidade de ações de emissão da investida em garantia das obrigações assumidas no âmbito das debêntures, conferindo ao FIP poder sobre a companhia na qualidade de titular das debêntures e beneficiário direto da garantia.

A ABVCAP, a ANBIMA, o Spalding e o Trench Rossi ressaltam que determinadas debêntures conversíveis, até sua efetiva conversão, podem ter características e atribuir direitos aos seus debenturistas que garantam a efetiva influência que são absolutamente similares às debêntures que não contém cláusula de conversão, uma vez que ambas as debêntures possuem a mesma gênese jurídica.

O Motta Fernandes, a Pátria e o Ulhôa Canto recomendam que, além das debêntures não conversíveis, seja também permitido ao FIP investir em outros títulos e valores mobiliários de forma geral, de renda fixa ou variável, independentemente de serem ou não conversíveis ou permutáveis em ações, uma vez que as situações descritas para se influenciar na gestão da investida seriam aplicáveis em qualquer situação.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares – Centro – Rio de Janeiro - RJ – CEP: 20050-901 – Brasil
Tel.: (21) 3554-8686 - www.cvm.gov.br

De forma geral, as sugestões sobre debêntures não conversíveis foram consideradas pertinentes e elas foram incluídas no rol de ativos elegíveis do art. 5º, considerando que deve haver a efetiva influência na gestão da companhia emissora pelo FIP, conforme disposto no mesmo artigo. Ainda, nos termos da manifestação da ANBIMA, BNDES e Trench Rossi, o limite para tal investimento foi fixado inicialmente em 33% a ser apurado sobre o montante de capital subscrito em detrimento do capital comprometido, como sugerido pela ANBIMA (art. 11, § 1º).

Sobre a métrica para apuração de limites, a CVM entende que o capital comprometido é de difícil apuração e supervisão, uma vez que não está reconhecido nos registros contábeis do FIP. Já o capital subscrito, representado pelos boletins de subscrição de cotas e registrado nos livros contábeis, corresponde a uma métrica possível de ser supervisionada e, por outro lado, mais adequada a realidade da indústria de FIP em comparação com o patrimônio líquido.

Os FIP costumam receber integralizações de cotas à medida que ocorrem chamadas de capital para a aquisição de investimentos alvo, tendo em vista as restrições da própria Instrução para a permanência de recursos no fundo, o que faz com que o patrimônio líquido do FIP possa não representar adequadamente, no período de investimento ou desinvestimento, o volume total de recursos sobre os quais o gestor possui as suas responsabilidades de alocação.

Conforme exposto mais adiante, a apuração de limites de concentração do FIP em determinados ativos também passa ser realizada em função do capital subscrito.

A sugestão do Motta Fernandes, Pátria e Ulhôa Canto para permitir o investimento do FIP em qualquer título ou valor mobiliário, seja de renda fixa ou variável, conversível ou não, não foi acatada neste momento, pois tal situação ampliaria demasiadamente o rol de ativos elegíveis para o FIP. As debêntures são instrumentos conhecidos, com regulamentação própria e que, nos termos do debatido nesta audiência, permitem a influência do FIP na investida. Sendo assim, com referência aos demais títulos e valores mobiliários, a exigência de conversão ou permuta em ações permanece.

3.4. Possibilidade de realização de AFAC (art. 5º)

A ABVCAP, o Sr. João Santos, o Barcellos Tucunduva e o Mattos Filho solicitam que a Instrução disponha sobre a possibilidade de os FIP realizarem adiantamentos para futuro aumento de capital das investidas (“AFAC”).



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares – Centro – Rio de Janeiro - RJ – CEP: 20050-901 – Brasil
Tel.: (21) 3554-8686 - www.cvm.gov.br

RELATÓRIO DE AUDIÊNCIA PÚBLICA SDM Nº 05/2015

8

A ABVCAP, o Barcellos Tucunduva e o Mattos Filho argumentam que o AFAC pode ser utilizado na antecipação de recursos para companhias investidas que necessitem de reforço de capital de giro e, portanto, constante capitalização, constituindo-se numa forma de financiamento rápido de baixo custo.

A ABVCAP e o Mattos Filho expõem que a indústria de FIP se divide em duas correntes sobre a possibilidade de realização de AFAC nos termos da Instrução CVM nº 391, de 2004: (i) aqueles que entendem é permitido em benefício das companhias investidas para fins de enquadramento dentro dos 90%; e (ii) os que entendem que não é permitido.

De acordo com a proposta da ABVCAP, do Barcellos Tucunduva e do Mattos Filho, a possibilidade de realização de AFAC deve estar prevista no regulamento do FIP, incluindo que da formalização do AFAC deverá constar os principais termos, condições e prazos para a conversão ou cancelamento, bem como quantidades mínimas e máximas de ações e critérios para sua precificação na hipótese de conversão.

O AFAC constitui um contrato particular para fins de repasse de recursos celebrado entre o acionista e a companhia investida, o que não está previsto no rol de ativos elegíveis dispostos no art. 2º da Instrução CVM nº 391, de 2003, uma vez que o contrato não se caracteriza como investimento em ações, debêntures, bônus de subscrição ou outros títulos e valores mobiliários. Assim, não há permissão para que FIP realize tal adiantamento e, ainda, enquadrá-lo dentro dos 90% de limite mínimo de ativos elegíveis.

Porém, nos termos da proposta apresentada pela ABVCAP e pelo Mattos Filho, a CVM reconhece haver potencial benefício de o FIP realizar o adiantamento de recursos para a investida, pois, circunstancialmente, caso a companhia investida necessite de recursos emergenciais, o AFAC pode ser a forma mais rápida e simples, com o menor custo envolvido, para se realizar o aporte, beneficiando os cotistas do fundo.

Assim, atendendo as solicitações dos participantes, a nova Instrução dispõe em seu art. 5º, § 1º, sobre a possibilidade de realização de AFAC com os seguintes condicionantes: (i) deve haver prévio investimento em ações mantido pelo FIP na companhia objeto do AFAC; (ii) deve estar prevista em regulamento; (iii) é vedado o arrependimento acerca da realização do AFAC por parte do FIP; e (iv) o adiantamento deverá ser convertido em capital em até 12 meses da sua realização.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares – Centro – Rio de Janeiro - RJ – CEP: 20050-901 – Brasil
Tel.: (21) 3554-8686 - www.cvm.gov.br

Sobre entendimento do item (iii), a CVM esclarece que a decisão de cancelamento do AFAC, e a consequente devolução de recursos para o fundo, não pode partir do administrador ou do gestor.

3.5. Integralização em bens e direitos, inclusive créditos (art. 5º, parágrafo único)

A ABVCAP, o Barcellos Tucunduva, o Mattos Filho e o Spalding sugeriram que a Instrução seja explícita quanto a possibilidade de integralização de cotas por meio de bens e direitos, inclusive créditos, em qualquer situação, e não somente naquelas previstas no art. 5º, parágrafo único da Minuta, mantendo-se a exigência de elaboração de laudo de avaliação por empresa especializada independente.

A ABVCAP argumenta que a integralização em bens ou direitos é genericamente admitida em outras modalidades de fundos, tais como os Fundos de Investimento regulados pela Instrução CVM nº 555, de 2014, os Fundos de Investimento Imobiliários (“FII”) e os Fundos de Investimento em Direitos Creditórios (“FIDC”).

O Benzecry e Pitta sugere que a integralização de cotas em ativos, caso permitida em qualquer situação, seja possível somente com a utilização dos ativos elegíveis ao FIP e previstos no art. 5º.

O Stocche Forbes sugeriu a alteração do art. 5º, parágrafo único, de forma a que a CVM defina o conceito de sistemas de registro e depósito central habilitados a registrar ou manter em depósito os ativos passíveis de integralização no FIP, tendo em vista o disposto no art. 1º, § 7º, da Lei 13.043, de 13 de novembro de 2014, que determina que “*É vedada a integralização de cotas de fundos ou de clubes de investimento por meio da entrega de ativos financeiros que não estejam registrados em sistema de registro ou depositados em depositário central autorizado pelo Banco Central do Brasil ou pela Comissão de Valores Mobiliários*”.

O Spalding recomenda que o parágrafo único do art. 5º seja transferido para o capítulo próprio de integralização de cotas.

Considerando que a redação atual do art. 5º, parágrafo único, trata da possibilidade de integralização de cotas em bens e direitos, inclusive créditos, nas situações genéricas de recuperação ou reestruturação da investida, a BM&FBOVESPA sugeriu um aperfeiçoamento com o objetivo de especificar que tal integralização esteja vinculada às situações de recuperação judicial ou extrajudicial da investida, bem como a sua reestruturação financeira, devidamente aprovada pelos órgãos competentes da companhia.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares – Centro – Rio de Janeiro - RJ – CEP: 20050-901 – Brasil
Tel.: (21) 3554-8686 - www.cvm.gov.br

Primeiramente, com referência a possibilidade de integralização de cotas de fundos com ativos, cabe destacar o caput do art. 1º e o § 2º do mesmo artigo, da Lei 13.043, de 2014, que dispõem sobre a possibilidade de integralização de cotas com ativos financeiros tendo como base o seu valor de mercado. Ainda, destaca-se o art. 125, inciso I, da Instrução CVM nº 555, de 17 de dezembro de 2014, o qual admite, para fundos destinados exclusivamente a investidores qualificados e desde que previsto em seu regulamento, a utilização de ativos financeiros na integralização e resgate de cotas. Especificamente para FIP, o disposto no art. 6º, inc. XXI, da Instrução CVM nº 391, de 2004, atual art. 9º, inc. XIX, da Minuta, admite a integralização em bens e direitos desde que haja previsão no regulamento do FIP.

Nesse contexto, a integralização de cotas de FIP com ativos elegíveis, em qualquer situação, sempre foi possível, desde que prevista em regulamento, e que o art. 2º, parágrafo único, da Instrução CVM nº 391, de 2004, atual art. 5º, parágrafo único, da Minuta, estabelece situações adicionais e específicas quando o FIP decidir aplicar em companhias que estejam ou possam estar envolvidas em processo de recuperação e reestruturação, admitindo-se, nessa situação, a integralização em bens e direitos, inclusive créditos.

Porém, com o intuito de esclarecer e disciplinar as possíveis formas de integralização de cotas, os seguintes ajustes foram realizados na Instrução: (a) esclarecimento de que a integralização em bens e direitos, inclusive créditos, fica restrita àquelas descritas no art. 5º, parágrafo único, da Minuta (atual art. 20, § 6º); e (b) permissão para a integralização com os ativos elegíveis em qualquer situação. Em ambas as situações há exigência de elaboração de laudo de avaliação do valor de mercado, o qual deverá ser elaborado por empresa especializada independente nas situações descritas no art. 20, § 6º, da Instrução.

Com referência ao comentário do Stocche Forbes, a CVM esclarece que os sistemas de registro e depositário central referidos no art. 1º, § 7º, da Lei 13.043, de 2014, são aqueles regulados pelas Instruções CVM nºs 541 e 544, de 20 de dezembro de 2013.

Por fim, o aperfeiçoamento da redação sugerido pela BM&FBovespa foi acatado, assim como a transferência do dispositivo para o capítulo específico sobre integralização de cotas conforme sugestão do Spalding, nos termos do disposto no art. 20, §§ 5º ao 7º da Instrução.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares – Centro – Rio de Janeiro - RJ – CEP: 20050-901 – Brasil
Tel.: (21) 3554-8686 - www.cvm.gov.br

RELATÓRIO DE AUDIÊNCIA PÚBLICA SDM Nº 05/2015

11

3.6. Investimento em sociedades limitadas (art. 5º)

O Mattos Filho, o Motta Fernandes e o Pátria sugerem a inclusão de referência expressa à possibilidade de investimento em sociedade limitada por todos os FIP, independente de sua classificação.

O Spalding solicita a extensão da permissão para investimento em sociedades limitadas também para a categoria de Empresas Emergentes.

O Mattos Filho destaca a possibilidade de que o investimento em sociedades limitadas pode representar importante ampliação e diversificação das oportunidades de investimento disponíveis aos FIP, ao mesmo tempo em que é capaz de assegurar padrões de transparência e governança exigidos nos termos da Minuta, assim como de viabilizar a participação dos FIP em seus processos decisórios, com efetiva influência na definição de sua política estratégica e sua gestão. Reforça o Mattos Filho que a sociedade limitada constitui a forma jurídica mais utilizada no Brasil, de forma que a grande maioria dos negócios que constituem potenciais oportunidades de investimento aos FIP são organizados sob a forma de sociedades limitadas.

O Motta Fernandes e o Pátria afirmam que o tipo societário da investida não deve ser um elemento essencial para a admissão de um determinado ativo na carteira do FIP, uma vez que existem diversos exemplos de sociedades relevantes e estratégicas estruturadas sob a forma de sociedade limitada. Ponderam no sentido de que o elemento essencial do FIP é a sua participação no processo decisório da investida e que os custos de transação relacionados à manutenção de uma sociedade limitada são inferiores àqueles incorridos em uma sociedade por ações. Sugerem, ainda, que a norma estabeleça que o contrato social e os instrumentos de investimento contendam a obrigatoriedade de observância aos ditames dos artigos 6º e 8º da Minuta.

O Magalhães Advogados comenta que, apesar de as regras de governança às sociedades limitadas não serem aplicáveis, as sociedades limitadas investidas por FIP devem ter por obrigação a adoção a código de conduta vedando determinadas práticas, tais quais vedação a mútuos empresariais (evitar que o dinheiro investido saia do empreendimento), adoção de gestão profissional e limitação de poderes de seus administradores, vedação de investimento em outras empresas, dentre outros fatores que esse código poderia sugerir. O Magalhães Advogados complementa afirmando que o tal código poderia ser redigido em conjunto com a ANBIMA, a ABVCAP e ainda o IBGC como forma de deixar essa diretriz aberta ao mercado, sendo cabível a versão final da instrução essa disposição de construção de código de conduta.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares – Centro – Rio de Janeiro - RJ – CEP: 20050-901 – Brasil
Tel.: (21) 3554-8686 - www.cvm.gov.br

A CVM entende que os comentários são pertinentes e, em linha com a criação da classe Multiestratégia, conforme comentado mais adiante neste relatório, decidiu permitir que os FIP possam investir em sociedades limitadas, desde que tais sociedades atendam ao limite de receita anual bruta correspondente ao FIP capital semente estipulada na norma e que os FIP mantenham a influência nas sociedades limitadas investidas. Dessa forma, o art. 5º da Instrução passou também a incorporar tal possibilidade, com a ressalva do art. 5º, § 2º.

A CVM ressalta que a permissão para o investimento do FIP em sociedades limitadas tem como objetivo o desenvolvimento de *startups* e empreendedores de pequeno porte em diferentes segmentos de negócios, motivo pelo qual, uma vez ultrapassado o limite máximo de receita bruta, a empresa deve adotar dispositivos de governança previstos no art. 8º, o que, necessariamente, enseja que a sociedade limitada se transforme em sociedade anônima aberta ou fechada.

Assim, com referência a sugestão final do Pátria e do Motta Fernandes, sobre a exigência para que o contrato social da sociedade limitada observe o disposto nos artigos 6º e 8º, a CVM esclarece que não se aplica, pois há dispensa para o cumprimento do art. 8º enquanto a sociedade limitada mantiver o limite de receita referido na Instrução. A CVM reforça também que o requisito de influência deve obrigatoriamente ser seguido, seja a investida uma sociedade limitada ou anônima.

3.7. Responsabilidade dos cotistas pelas dívidas das sociedades investidas (art. 5º)

A PREVI sugere a inclusão dos seguintes parágrafos ao art. 5º:

“§ Os cotistas do FIP não responderão pelas dívidas da companhia investida e/ou de terceiros, quer individualmente, quer em conjunto com o FIP, com a companhia investida, ou com quaisquer outras pessoas, entidades ou sociedades, personificadas ou não, constituídas de fato ou de direito, independentemente da forma de organização ou modelo societário adotado.

§ Os cotistas respondem individualmente perante o FIP por eventual patrimônio líquido negativo do FIP no limite do valor das cotas que tenham integralizado, ou seja, proporcionalmente à participação efetiva de cada cotista no FIP, sem prejuízo da responsabilização, inclusive judicial e/ou administrativa, do administrador e/ou do gestor do FIP, a pedido de qualquer cotista isoladamente ou em conjunto”.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares – Centro – Rio de Janeiro - RJ – CEP: 20050-901 – Brasil
Tel.: (21) 3554-8686 - www.cvm.gov.br

A PREVI argumenta que os objetivos empresariais e a participação do FIP no processo decisório da investida, com efetiva influência na definição de sua política estratégica e na sua gestão, e a hipótese, de que trata o parágrafo único do art. 5º, de direcionamento de recursos coletivos para companhias “envolvidas em processo de recuperação e reestruturação”, recomendam a necessidade de proteção razoável de seus cotistas e do próprio fundo, pois não há razão jurídica para que o cotista seja diretamente acionado ou atingido, no âmbito judicial, por eventuais dívidas da companhia investida.

Destaca o participante o caráter excepcional da admissão da desconsideração da personalidade jurídica da investida e que, nesse particular contexto, não há óbice jurídico para que se institua, para o condomínio constituído da comunhão de recursos aportados – não raras vezes essenciais, e por vezes decisivos, para o desenvolvimento ou preservação da economia regional e nacional e de setores estratégicos – determinado regime de responsabilização, para fundo de natureza específica, em face de suas peculiaridades.

Sendo assim, a PREVI afirma que sua proposta, considerando-se os aspectos constitucionais, legais e sociais da matéria, agrega, de modo especial, segurança jurídica e previsibilidade aos investidores (princípios constitucionais da segurança jurídica e da confiança), tão reclamados pelos agentes econômicos e essenciais ao mapeamento dos riscos de exposição aos investimentos.

A CVM não considerou a sugestão pertinente e esclarece que não possui competência para impedir que os cotistas, no âmbito judicial, venham a ser responsabilizados por dívidas das sociedades investidas, ainda que tal responsabilização possa se mostrar desproporcional.

3.8. Dispensa da participação do FIP no processo decisório da investida (art. 6º, parágrafo único)

A ABVCAP, o Barcellos Tucunduva e o Mattos Filho sugerem que, além do disposto no art. 6º, parágrafo único, sejam incluídas as seguintes situações nas quais o FIP deixaria de participar do processo decisório da investida: (i) na hipótese de abertura de capital da investida; e (ii) nos casos em que a companhia investida passe a apresentar dificuldades financeiras ou tenha iniciado ou deva iniciar processo de recuperação judicial, extrajudicial ou falência, desde que haja ratificação por assembleia geral de cotistas e que o valor contábil do ativo tenha sido reduzido a zero ou seja simbólico.

A ABVCAP e o Mattos Filho argumentam que a dispensa prevista no art. 6º, parágrafo único, da Minuta não abarcaria muitas situações em que o FIP vende a sua participação na investida, permanece com mais de 10%, mas não consegue exercer a influência. Citam, por exemplo, na abertura de capital



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares – Centro – Rio de Janeiro - RJ – CEP: 20050-901 – Brasil
Tel.: (21) 3554-8686 - www.cvm.gov.br

RELATÓRIO DE AUDIÊNCIA PÚBLICA SDM Nº 05/2015

14

com oferta primária de ações da investida, combinada com uma possível venda secundária do FIP, pode haver diluição de sua participação, o que dificulta ou inviabiliza a negociação, manutenção ou o pleno exercício dos direitos que garantem a participação do FIP no processo decisório da companhia investida. Como alternativa a ABVCAP sugere a alteração do percentual previsto no art. 6º, parágrafo único, de 10% para 15%, pois entende que com base na Lei das S.A., uma vez que o FIP detenha mais de 15% do capital social é possível obter direitos que permitam influir na gestão da empresa investida, o que não se pode garantir numa companhia aberta quando há menos de 15% do seu capital social investido.

O Barcellos Tucunduva argumenta que a obrigação de manutenção da influência do FIP na companhia investida em casos de abertura de capital poderia 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.

Sobre a possibilidade de não influência em casos de dificuldades da investida, a ABVCAP e o Mattos Filho ponderam que dependendo da análise de risco do gestor e da sua expectativa quanto à possibilidade de recuperação do investimento, pode não ser justificável, do ponto de vista econômico e fiduciário, a utilização de recursos humanos e financeiros do FIP e do gestor para garantir o pleno exercício do direito de participação do fundo no processo decisório da investida. O Barcellos Tucunduva argumenta que a menor participação nas decisões de tais companhias pode reduzir o risco de responsabilização do FIP por contingências e passivos na investida.

A ANBIMA propõe que o FIP deixe de influenciar na investida quando as ações desta 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. 8º da Minuta e desde que o FIP não seja, posteriormente à adesão da companhia em tais segmentos, acionista controlador ou não faça parte do bloco de controle da investida. A ANBIMA sugere, também, que a ausência de influência se dê quando houver diluição na participação do FIP na investida como consequência de aumentos de capital ou reorganização societária da investida que causem perda de direitos políticos do fundo.

A ANBIMA argumenta primeiramente no sentido de que com a admissão das ações da investida para negociação em bolsa, desde que a parcela remanescente com o FIP não represente controle ou integre o bloco de controle, este já poderia deixar de influenciar na gestão, independentemente do percentual investido, já que este processo demonstra que o fundo atingiu o resultado previsto, mas em



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares – Centro – Rio de Janeiro - RJ – CEP: 20050-901 – Brasil
Tel.: (21) 3554-8686 - www.cvm.gov.br

RELATÓRIO DE AUDIÊNCIA PÚBLICA SDM Nº 05/2015

15

muitos casos o FIP pode permanecer com um percentual do capital da investida para se aproveitar de eventuais ganhos decorrentes da reação posterior do mercado à abertura de capital.

Em sequência a ANBIMA relata que diluições passivas do FIP na companhia investida podem acarretar na perda de direitos políticos e podem ocorrer nas seguintes situações exemplificativas: (i) fusões e incorporações de companhias; ou (ii) a investida precisa de novos aportes e o fundo não apresenta condições para realizá-lo.

O BNDES propõe que o fundo tenha dispensada a sua participação no processo decisório da investida quando a seu investimento for reduzido a um percentual inferior a 10% em qualquer situação, sem que haja necessariamente a redução do percentual originalmente investido para menos da metade.

A sugestão da ABVCAP, do Mattos Filho e do Barcellos Tucunduva para que o FIP deixe de participar processo decisório da companhia investida quando esta encontra dificuldades é pertinente e foi refletida na nova redação do dispositivo. Nesse sentido, o art. 6º, parágrafo único, inciso II, da Instrução, passa a dispor que o FIP pode deixar de participar do processo decisório quando o valor contábil da investida for reduzido a zero, desde que haja aprovação em assembleia geral de cotistas considerando-se a maioria das cotas presentes.

Quanto à sugestão de isenção da participação do FIP no processo decisório da investida em casos de oferta pública apresentada por ABVCAP, ANBIMA, Barcellos Tucunduva e Mattos Filho, a CVM entende que não deve prosperar, uma vez que se trata de critérios subjetivos, pois mesmo em casos de diluição o FIP pode manter um percentual de participação que lhe garanta a influência no processo decisório.

Assim, o fato de a investida realizar a abertura de seu capital com oferta primária de ações, combinada ou não com venda secundária do FIP, não necessariamente inibe o fundo de influenciar na sua gestão. Obviamente que a participação percentual final do FIP no capital da investida, após a oferta, diluição ou a sua saída do bloco de controle, afetará a forma de influenciar no processo decisório da investida. Entretanto, para que o FIP deixe de participar desse processo a CVM entende que deve haver uma métrica mais objetiva e menos subjetiva.

Contudo, a CVM considerou a proposta alternativa da ABVCAP pertinente e alterou o dispositivo, de forma a prever que a participação do fundo no processo decisório da investida fica dispensada quando



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares – Centro – Rio de Janeiro - RJ – CEP: 20050-901 – Brasil
Tel.: (21) 3554-8686 - www.cvm.gov.br

o investimento do fundo for reduzido a menos da metade do percentual originalmente investido e passe a representar parcela inferior a 15% em vez de 10% do capital social da investida.

O propósito dessa regra é dispensar a participação do FIP na gestão da investida quando do desinvestimento significativo, representado primeiramente pela redução da participação do FIP na investida a menos da metade do percentual originalmente investido, desde que a participação final seja inferior a 15%. Assim, a proposta do BNDES não foi acatada, uma vez que não considera se houve ou não desinvestimento significativo na investida previamente à redução do percentual de participação do fundo.

3.9. Práticas de governança de investidas (art. 8º, III, IV e V)

O Benzecry e Pitta sugere que o disposto no inciso III do art. 8º da Minuta seja explícito no sentido de que a disponibilização dos documentos ali referidos seja feita somente para os acionistas da companhia fechada investida, pois a redação atual permite o entendimento de que deve se dar ampla divulgação a qualquer interessado, o que fere as cláusulas de sigilo normalmente presentes nos acordos de acionistas.

Sugere também o participante a exclusão do inciso IV do art. 8º, pois argumenta que nos últimos anos tem acompanhado uma melhora relevante do sistema judiciário brasileiro, inclusive com a criação de varas especializadas de direito empresarial. Com isso, nesse contexto e dada uma análise de custo-benefício que precisa ser feita quando da determinação do foro, entende o Benzecry e Pitta que esta é uma prática de governança cuja necessidade pode ser contemporizada, deixando que o gestor da carteira do FIP na negociação com os demais acionistas tome a decisão que lhe pareça mais adequada.

A BM&FBovespa sugere que a redação do inciso V seja modificada para prever que a obrigatoriedade de aderir a segmento especial se dê apenas por ocasião do registro de companhia aberta na categoria A. Segundo a Bolsa, a imposição dessa obrigatoriedade a companhias que obtenham registro na categoria B para captar recursos publicamente por meio de instrumentos de dívida é inadequada.

Com referência ao disposto no art. 8º, inciso III, da Minuta, a CVM entende que a sugestão é pertinente e alterou o mesmo dispositivo na Instrução de forma a especificar que a disponibilização deve ser feita somente aos acionistas da investida.

Com referência a adesão à câmara de arbitragem, a CVM entende que os investimentos podem ser realizados em âmbito nacional e estão sujeitos ao sistema judiciário de diferentes regiões, sendo que a



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares – Centro – Rio de Janeiro - RJ – CEP: 20050-901 – Brasil
Tel.: (21) 3554-8686 - www.cvm.gov.br

adesão à arbitragem, além de ser uma política recomendada em códigos de governança, visa a padronizar os procedimentos a serem adotados em casos de conflito, de forma favorecer o acompanhamento e atuação nas disputas pelo gestor do FIP.

Por fim, a CVM considerou pertinente a sugestão da BM&FBovespa e alterou a redação do inciso V para indicar que a necessidade de adesão a segmento especial se dá apenas no caso de registro na categoria A.

3.10. Auditoria das demonstrações contábeis das sociedades investidas (art. 8º, VI)

A ANBIMA requer a inclusão do seguinte texto no referido dispositivo:

“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.”

A ANBIMA argumenta que 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 demonstrações.

A ANBIMA ressalta que, 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, mas, no entanto, na maioria das vezes ainda há atrasos no recebimento destes relatórios de auditoria, necessários para finalização da auditoria do fundo.

O participante afirma que a falta de entrega das demonstrações financeiras das companhias investidas dentro do prazo estipulado 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. A ANBIMA ressalta que tal inserção não garante a eficiência do processo, tendo em vista que os



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares – Centro – Rio de Janeiro - RJ – CEP: 20050-901 – Brasil
Tel.: (21) 3554-8686 - www.cvm.gov.br

RELATÓRIO DE AUDIÊNCIA PÚBLICA SDM Nº 05/2015

18

investimentos ocorrem muitas vezes em companhias não reguladas pela CVM (de capital fechado), mas entende que vem a colaborar na diminuição dos atrasos.

A ANBIMA pondera que os fundos, nos termos do inciso I do Art. 24 da Minuta, devem aprovar em assembleia suas demonstrações contábeis em até 150 dias após o término do exercício social a que se referirem. Quando se considera que a companhia tem prazo de 120 dias para aprovar suas respectivas demonstrações, 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.

Nota a ANBIMA que ao se considerar 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, há no fim um prazo de 15 dias para a preparação das demonstrações contábeis do fundo após o recebimento das demonstrações contábeis das companhias investidas. A ANBIMA ressalta que esta dinâmica de prazos apenas acontece quando os exercícios sociais do fundo e das companhias investidas são equivalentes.

A CVM considera pertinentes as preocupações da participante, entretanto, não considera adequada a alteração sugerida ao art. 8º, inciso VI, uma vez que se subentende que cada sociedade investida obedecerá às regras a que se submetem para fins de prazo para apresentação das suas demonstrações contábeis.

Esta Autarquia também considera que não é pertinente a inserção do parágrafo único neste artigo, mas entende que a disponibilização dessas demonstrações ao administrador é uma responsabilidade do gestor e, assim, alterou o inciso XII do art. 40 de forma a prever expressamente a obrigação do gestor quanto ao envio dessas demonstrações ao administrador.

Ainda, a CVM informa que alterou o prazo para envio das demonstrações contábeis de 120 para 150 dias, conforme exposto mais adiante neste relatório e refletido no art. 46, III, da nova Instrução, com o objetivo de mitigar os problemas reportados pela ANBIMA quanto ao prazo de recebimento das demonstrações da investida e elaboração e entrega das demonstrações contábeis do fundo. Ainda, em conexão com essa alteração, o prazo para aprovação das demonstrações do fundo em assembleia foi alterado de 150 para 180 dias, conforme art. 24, inciso I, da Instrução.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares – Centro – Rio de Janeiro - RJ – CEP: 20050-901 – Brasil
Tel.: (21) 3554-8686 - www.cvm.gov.br

RELATÓRIO DE AUDIÊNCIA PÚBLICA SDM Nº 05/2015

19

3.11. Requisitos do Regulamento (art. 9º e art. 43, II)

Realização de operações de empréstimos de ações

O Mattos Filho sugere a inclusão de dispositivo ao artigo 9º de forma que o regulamento seja obrigado a dispor sobre a possibilidade de o FIP realizar operações de empréstimo ou aluguel de ações e demais ativos permitidos, incluindo a definição dos principais termos e condições para realização de tais operações e desde que sejam observados os demais requisitos aplicáveis aos investimentos do fundo.

O participante argumenta que há dúvidas e discussões no mercado sobre a possibilidade de os FIP realizarem esse tipo de operação, principalmente envolvendo ações de companhias fechadas, desde que sejam observados os demais requisitos aplicáveis aos investimentos dos FIP.

O Mattos Filho entende que as operações de empréstimo ou aluguel de ações de companhias abertas encontram respaldo regulatório no inciso II do artigo 35 da Instrução CVM nº 391, de 2003, combinado com o disposto no parágrafo único do artigo 89 da Instrução CVM nº 555, de 2014. O inciso II do artigo 35 da Instrução CVM nº 391, de 2003, excetua da lista de operações vedadas aos FIP os empréstimos que sejam realizados nas modalidades estabelecidas pela CVM. Já o parágrafo único do artigo 89 da Instrução CVM nº 555, de 2014, autoriza expressamente que os fundos de investimento emprestem e tomem ativos financeiros em empréstimos:

“Art. 89 (...)

Parágrafo único. Os fundos de investimento podem utilizar seus ativos para prestação de garantias de operações próprias, bem como emprestar e tomar ativos financeiros em empréstimo, desde que tais operações de empréstimo sejam cursadas exclusivamente por meio de serviço autorizado pelo Banco Central do Brasil ou pela CVM.”

No entanto, considerando a sistemática do arcabouço regulatório de fundos, o participante entende que o dispositivo da Instrução CVM nº 555, de 2014, transcrito acima autorizaria todos fundos de investimento a emprestarem e tomarem ativos em empréstimo, observadas as disposições das normas específicas aplicáveis a cada fundo. Em sua visão, portanto, a aplicação do referido dispositivo aos fundos de investimento sujeitos à regulamentação própria passaria, necessariamente, pela interpretação em conjunto com as demais regras especificamente aplicáveis ao fundo de investimento em questão.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares – Centro – Rio de Janeiro - RJ – CEP: 20050-901 – Brasil
Tel.: (21) 3554-8686 - www.cvm.gov.br

RELATÓRIO DE AUDIÊNCIA PÚBLICA SDM Nº 05/2015

20

Com isso, o Mattos Filho entende que os FIP também poderiam emprestar e tomar ativos em empréstimo por meio de operações privadas, sem a necessidade de contratação de serviço autorizado pelo Banco Central do Brasil ou pela CVM – uma vez que aos FIP é permitida, como regra geral, a realização desse tipo de operação.

Em razão do exposto acima, o participante entende que o inciso II do artigo 35 da Instrução CVM nº 391, de 2003, não deveria ser interpretado no sentido de impedir os FIP de emprestarem ou tomarem ativos em empréstimo de forma privada, sem a necessidade de contratação de serviço autorizado pelo Banco Central do Brasil ou pela Comissão, tendo em vista tratar-se de modalidade admitida pela regulamentação aplicável a esse tipo específico de fundo.

A ABVCAP destaca que a Instrução CVM nº 391, de 2003, veda ao administrador contrair ou efetuar empréstimos em nome do FIP, mas excetua a possibilidade de realização de operações de empréstimos em modalidades estabelecidas pela CVM, o que difere do apresentado na Minuta, em seu art. 43, inciso II. A ABVCAP requer que os FIP possam continuar a realizar operações de empréstimos em modalidades estabelecidas pela CVM, tais como, por exemplo, operações de empréstimos de ações de companhias abertas, realizadas em ambiente de bolsa de valores, bem como operações de empréstimos de ações de companhias fechadas.

Ressalta a ABVCAP que as referidas transações podem fazer parte da política e estratégia de investimento de determinados FIP, de modo que a exclusão desta possibilidade conforme proposto pela atual redação do artigo 43, inciso II, da Minuta implicaria uma restrição na gama de possibilidades de operações a serem realizadas pelos FIP.

A ANBIMA sugere, assim como a ABVCAP, a reinserção do dispositivo da Instrução CVM nº 391, de 2003, que permite aos FIP contrair ou efetuar empréstimos nas modalidades estabelecidas pela CVM.

Primeiramente, a CVM ressalta a impossibilidade de realização de empréstimos com ações de companhia fechada pelo FIP, uma vez que, ao contrário do que entende o participante, tal operação não encontra amparo regulatório. O citado inciso II do artigo 35 da Instrução CVM nº 391, de 2003, permite ao FIP realizar operações de empréstimos nas modalidades reguladas pela CVM, aplicando-se subsidiariamente o disposto na Instrução CVM nº 555, de 2014, o qual não permite operações de empréstimos de ativos emitidos por companhias fechadas. Conforme transcrito acima, o art. 89, parágrafo único, da Instrução CVM nº 555, de 2014 dispõe sobre as operações que envolvam ativos financeiros e,



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares – Centro – Rio de Janeiro - RJ – CEP: 20050-901 – Brasil
Tel.: (21) 3554-8686 - www.cvm.gov.br

conforme definido naquela Instrução, tais ativos não compreendem aqueles emitidos por companhias fechadas.

A CVM reforça, ainda, que o art. 89, parágrafo único, da Instrução CVM nº 555, de 2014, exige que tais operações sejam cursadas exclusivamente por meio de serviço autorizado pelo Banco Central do Brasil ou pela CVM e que o sistema hoje em vigor não permite ações de companhias fechadas.

Por fim, a CVM considerou pertinentes os pleitos da ABVCAP e ANBIMA para reinserir no art. 43, inciso II, da Instrução a previsão atual para a realização pelo FIP de operações de empréstimos de ações nas modalidades reguladas pela CVM (art. 43, II, b).

3.12. Obtenção de empréstimos e financiamentos

A ABVCAP, o Barcellos Tucunduva, o Mattos Filho e o Pátria sugerem que seja permitida a contratação de empréstimos ou financiamentos pelos FIP junto a quaisquer entidades ou instituições financeiras locais ou internacionais, e não apenas organismos multilaterais e bancos de fomento conforme permitido atualmente pela Instrução CVM nº 406, de 2004.

A ABVCAP e o Mattos Filho destacam, inicialmente, que a regra atual permite expressamente aos FIP que obtenham apoio financeiro de organismo de fomento contrair empréstimos, diretamente, dos organismos, das agências de fomento ou dos bancos de desenvolvimento a que se refere o caput, limitados ao montante correspondente a 30% dos ativos do fundo.

Os participantes ressaltam, contudo, que poucos foram os FIP estruturados para receber apoio financeiro de organismos de fomento e que, portanto, efetivamente contrataram operações de empréstimo junto a organismos ou agências de fomento e bancos de desenvolvimento. Segundo a ABVCAP e o Mattos Filho, a ausência de demanda para esse tipo de estrutura pode ser justificada, dentre outros fatores, pelo reduzido número de entidades que se encaixam no conceito previsto na referida Instrução e pelo pouco ou ausência de apetite dessas entidades com relação à realização de investimentos de *private equity* no Brasil.

Por outro lado, argumentam a ABVCAP e o Mattos Filho que existe uma demanda reprimida referente à contratação, pelos FIP, de empréstimos e financiamentos junto a outras entidades ou instituições financeiras, locais ou internacionais.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares – Centro – Rio de Janeiro - RJ – CEP: 20050-901 – Brasil
Tel.: (21) 3554-8686 - www.cvm.gov.br

RELATÓRIO DE AUDIÊNCIA PÚBLICA SDM Nº 05/2015

22

Ressaltam a ABVCAP, o Mattos Filho e o Pátria que, caso autorizadas, tais operações representariam importante recurso disponível aos gestores de *private equity*, viabilizando a utilização de estratégias híbridas para capitalização dos FIP, estratégias essas amplamente adotadas pelos gestores dos fundos internacionais de *private equity* e que podem proporcionar maior eficiência de capital aos FIP, de forma a potencializar os retornos aos seus cotistas.

Em caráter exemplificativo, a ABVCAP, o Mattos Filho e o Pátria descrevem as possíveis finalidades ou destinações para recursos provenientes de empréstimos e financiamentos contratados diretamente pelos FIP, as quais foram extraídas de regulamentos de fundos internacionais de *private equity*:

- (i) Prover ou complementar a capitalização necessária para viabilizar investimentos em companhias investidas, incluindo, sem limitação, as aquisições realizadas no contexto de ofertas públicas de aquisição de ações;
- (ii) Pagamento ou reembolso de despesas relacionadas à estruturação, constituição, registro e distribuição pública das cotas do FIP, despesas e encargos recorrentes do FIP, incluindo, sem limitação, as taxas de administração e gestão;
- (iii) Prover financiamento para consumação de investimentos em curtíssimo prazo, no período entre a realização de chamada de capital para tal finalidade e o efetivo recebimento dos respectivos recursos; ou
- (iv) Prover recursos para fazer frente a eventuais inadimplementos de cotistas, assegurando o cumprimento tempestivo dos compromissos de aporte assumidos pelo FIP, assim como o pagamento de despesas e encargos mínimos necessários para garantir a continuidade das atividades do FIP.

Primeiramente a CVM relembra que a Instrução CVM nº 406, de 2004, permite a contratação de empréstimos pelos FIP junto a organismos, agências de fomento ou bancos de desenvolvimento, limitados ao montante correspondente a 30% dos ativos do fundo. A elaboração dessa Instrução foi motivada pela intenção de determinados organismos de fomento em investir em negócios de *private equity* ligados à área de infraestrutura com a utilização de FIP.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares – Centro – Rio de Janeiro - RJ – CEP: 20050-901 – Brasil
Tel.: (21) 3554-8686 - www.cvm.gov.br

Com a redação final dessa instrução, permitiu-se ao FIP contrair financiamentos em geral com os organismos de fomento, porém, dada a natureza da operação, esses recursos são geralmente destinados a projetos específicos desenvolvidos pelas respectivas investidas e não podem ser utilizados, como requerem os participantes, para outros fins.

A CVM entende que o pleito pela obtenção de empréstimos e financiamentos pelos FIP de forma geral enseja uma discussão maior sobre as possíveis formas de alavancagem na indústria de fundos como um todo e suas consequências. Com isso, a CVM entende que a referida reflexão foge do escopo da Minuta.

Contudo, a CVM considerou relevante a justificativa apresentada pelos participantes para a obtenção de empréstimos com vistas a prover recursos ao FIP para fazer frente a eventuais inadimplementos de cotistas, de forma a assegurar o pagamento de compromissos assumidos referentes aos seus investimentos. Trata-se, na visão desta Autarquia, de uma situação excepcional, na qual o FIP precisa obter o empréstimo para não comprometer determinado investimento.

Com isso, a CVM alterou o disposto no art. 43, II, da nova Instrução para fins de acomodar essa situação e incluiu as devidas salvaguardas para a utilização dos recursos emprestados no § 1º do mesmo artigo, as quais limitam o valor e a natureza do empréstimo às situações necessárias para assegurar o cumprimento de compromisso de investimento previamente assumido pelo FIP.

3.13. Utilização de derivativos (art. 9º, § 2º)

A ABVCAP sugere a inclusão de parágrafo 4º ao artigo 9º de forma a deixar mais claro que o § 2º não limita e nem restringe a negociação e contratação pelo fundo de determinados direitos e obrigações no âmbito das operações de compra e venda das companhias investidas, incluindo, mas não se limitando, às opções de compra e venda de ações da companhia investida, inclusive aquelas celebradas para fins de ajuste de preço.

A ANBIMA recomenda a inclusão de *hedge* cambial de forma a que a redação do dispositivo mencione que “*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*”. Como argumento a ANBIMA relata que ao investir no exterior o FIP estará exposto à variação cambial de compromissos assumidos no exterior.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares – Centro – Rio de Janeiro - RJ – CEP: 20050-901 – Brasil
Tel.: (21) 3554-8686 - www.cvm.gov.br

A CVM reconhece que as opções de compra ou venda envolvendo as ações da companhia investida, para fins de ajuste de preço e consequente balanceamento nas quantidades de ações detidas, ainda que não tenham claramente o objetivo de *hedge* descrito no dispositivo, são parte importante do processo de aquisição ou venda da companhia investida. Ainda, essas operações estão vinculadas as ações de companhia já investida e se alinham com os interesses do fundo no desenvolvimento da respectiva companhia.

Com referência à sugestão da ABVCAP, a CVM entende que não é totalmente pertinente uma vez que deixaria muito ampla as possibilidades de utilização de derivativos pelo fundo.

Sendo assim, o § 2º do art. 9º foi alterado para compatibilizar a redação do dispositivo com a prática de mercado, de forma a abarcar aquelas situações em que o FIP negocie opções de compra ou venda de ações de companhia investida com o propósito de: (i) ajustar o preço de aquisição da companhia, com o consequente aumento ou diminuição futura na quantidade de ações que detém da investida; ou (ii) alienar, geralmente a valor simbólico, as ações da investida no futuro como parte da estratégia de saída do investimento.

A CVM não considerou pertinente a sugestão da ABVCAP de se permitir a outorga, pelo FIP, de opções de venda para administradores das companhias investidas, uma vez que tais incentivos devem ser concedidos pelas companhias responsáveis pela contratação e pagamento da remuneração de tais administradores.

A sugestão de alteração na redação proposta pela ANBIMA não é necessária, tendo em vista o entendimento de que o conceito de proteção patrimonial presente na Instrução já abarca eventual necessidade de *hedge* cambial pelo FIP.

3.14. Prazo para alocação dos recursos integralizados (art. 9º, § 3º, e art. 11)

O NF&BC sugere que os recursos exclusivamente captados pelo FIP durante o período de distribuição de uma oferta pública, registrada no âmbito da Instrução CVM nº 400, de 29 de dezembro de 2003, não estejam sujeitos: (i) ao prazo máximo previsto no §3º do artigo 9º da Minuta; e (ii) ao limite de 90% previsto no **caput** do artigo 11 da Minuta, sendo permitida a alocação temporária (por exemplo, por até três anos contados do encerramento da oferta pública) em ativos de renda fixa com liquidez diária até que os recursos captados no âmbito da oferta pública de cotas de um FIP sejam alocados em ativos elegíveis.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares – Centro – Rio de Janeiro - RJ – CEP: 20050-901 – Brasil
Tel.: (21) 3554-8686 - www.cvm.gov.br

RELATÓRIO DE AUDIÊNCIA PÚBLICA SDM Nº 05/2015

25

Segundo a proposta do participante, caso a carteira do FIP não esteja enquadrada até o final do prazo de três anos acima mencionado, o administrador deverá enquadrar a carteira ou devolver os recursos financeiros recebidos, nas proporções das cotas integralizadas e acrescidos dos rendimentos líquidos auferidos pelas aplicações do FIP, semelhante ao previsto no § 5º do artigo 11 da Minuta.

Primeiramente o NF&BC destaca os riscos operacionais nas chamadas de capital, pois as entidades administradoras dos mercados organizados em que cotas de FIPs são admitidas à negociação e responsáveis pela liquidação de ofertas públicas atualmente não disponibilizam sistema eficaz para a integralização de diversas chamadas de capital no caso de fundos de investimento pulverizados, sendo o controle operacionalizado pelos próprios administradores dos FIP, via TED na conta do fundo.

Ressalta o participante que a integralização via TED por elevado número de investidores não é procedimento eficaz e seguro, tendo em vista o risco de inadimplemento na integralização de cotas. Comenta o NF&BC que a integralização de todas as cotas durante o período de distribuição deve ser realizada por meio dos sistemas das entidades administradoras dos mercados organizados em que cotas dos FIP são admitidas à negociação.

Em seguida, o participante ressalta a dificuldade para o enquadramento da carteira, considerando o reduzido tempo hábil, quando ocorrer a integralização de todas as cotas durante o período de distribuição da oferta pública de cotas de um FIP pulverizado.

Segundo o NF&BC, tanto o prazo quanto o limite de concentração estabelecidos na Minuta não seriam facilmente cumpridos na situação acima exposta, por diversas circunstâncias alheias à vontade do gestor e do administrador, tais como o volume de operações elegíveis para o investimento pelo FIP no mercado, o prazo para negociação dos investimentos, as obrigações regulatórias perante o Conselho Administrativo de Defesa Econômica.

O NF&BC cita que o mercado utiliza como alternativa para a superação dos desafios apresentados acima a constituição e o aporte do FIP em uma *holding* que, em seguida, mantém seus recursos em ativos de renda fixa com alta liquidez até o momento do investimento, pela holding, nas empresas operacionais, as quais seriam o real foco de investimento pelo FIP. Ou seja, reforça o participante que a constituição e o aporte de capital pelo FIP em uma holding servem apenas para o cumprimento do disposto na Minuta.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares – Centro – Rio de Janeiro - RJ – CEP: 20050-901 – Brasil
Tel.: (21) 3554-8686 - www.cvm.gov.br

A CVM entende que são relevantes as preocupações e os desafios apontados pelo participante. Entretanto, esta Autarquia não considera pertinente que o prazo de aplicação dos recursos seja estendido para até três anos, pois, em linha com o edital e relatório de audiência pública que deu origem a Instrução CVM nº 496, de 11 de maio de 2011, a qual alterou neste item a Instrução CVM nº 391, de 2003, tal prazo para aplicação dos recursos evita que os FIP sejam utilizados como veículo de aplicações em títulos de renda fixa, preservando a característica essencial dos FIP em promover os investimentos em sociedades e com a influência na sua gestão.

No Relatório de Audiência Pública SDM nº 7/2011, houve solicitação de participante para que o prazo fosse estendido por mais 60 dias, desde que fosse apresentada justificativa à CVM, entretanto, esta Autarquia reitera o seu entendimento apresentado naquele relatório de que casos excepcionais sempre podem ser apreciados.

Contudo, a CVM considera pertinente que o FIP possa, excepcionalmente, não direcionar os recursos integralizados em investimento em ativos elegíveis durante o de prazo de vigência de uma oferta pública de cotas registrada. Especificamente nesses casos, o novo § 4º do art. 9º passa a dispor que o prazo do art. 9º, § 3º, da nova Instrução entra em vigor após o encerramento da oferta pública de cotas registrada nesta CVM nos termos da Instrução CVM nº 400, de 2003.

3.15. FIC-FIP e a possibilidade de investimento pelo FIP em cotas de outros FIP (art. 11, § 1º, e art. 13)

A ABVCAP solicita a alteração na redação do disposto no art. 11, § 1º, da Minuta, de forma a esclarecer que o FIP investido deve observar os objetivos e a política de investimentos do FIP investidor, bem como que o percentual de 40% deve ser calculado sobre o capital comprometido do FIP investidor no momento da realização do investimento, em vez de se calcular sobre o patrimônio líquido.

Com referência ao FIC-FIP, conforme disposto no art. 13, a ABVCAP e a ANBIMA solicitam que seja possível que este fundo invista também em cotas de outros FIC-FIP e a ABVCAP solicita que até 40% do seu capital comprometido possam ser investidos nos ativos elegíveis previstos no art. 5º. A ABVCAP argumenta no sentido de que os investidores desse tipo de fundo buscam exposição ao *private equity* de forma geral, independentemente de tal exposição se dar por meio de FIC, FIP ou dos ativos subjacentes. Ressalta a ABVCAP, também, que é uma boa prática permitir que o FIC realize o coinvestimento, ou seja, via outro FIP e diretamente na investida; e que o Colegiado da CVM já permitiu que FIC-FIM invista em FIC-FIP por entender que poderia trazer benefícios aos cotistas do FIC-FIM.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares – Centro – Rio de Janeiro - RJ – CEP: 20050-901 – Brasil
Tel.: (21) 3554-8686 - www.cvm.gov.br

RELATÓRIO DE AUDIÊNCIA PÚBLICA SDM Nº 05/2015

27

Outro pleito da ABVCAP é no sentido de a norma estender ao FIC-FIP a possibilidade de investir até 20% do seu capital comprometido em fundos no exterior. Ainda, a ABVCAP sugere, conforme comentado no item 3.17 deste relatório, que a redação do art. 12 contemple a possibilidade de o FIP investir no exterior por meio de outros fundos.

O Mattos Filho propõe que FIC-FIP deixe existir, de forma a que o FIP possa livremente optar por investir em cotas de outros FIP sem qualquer limitação ou compor seus investimentos entre cotas de FIP ativos elegíveis previstos no art. 5º. O Mattos Filho ressalta que tal permissão já ocorre para os FII.

A CVM considerou a proposta do Mattos Filho de se extinguir o FIC-FIP pertinente. Com a extinção do FIC-FIP, o FIP fica autorizado a investir em outros FIP, nos termos do art. 13 da nova Instrução, sem qualquer limitação, assim como já ocorre para os FII, tornando mais simples as regras de enquadramento.

Entretanto, conforme destacado no art. 13, os FIP devem consolidar as aplicações dos fundos investidos para fins de apuração dos limites de enquadramento previstos na própria Instrução, semelhante ao que já ocorre para os fundos regulados pela Instrução CVM nº 555, de 2014, e fica vedada a aplicação em cotas de FIP que invista, direta ou indiretamente, no FIP investidor (participação recíproca).

Adicionalmente, o FIP investidor deve observar o limite para investimento no exterior quando adquirir cotas de FIP classificados na categoria Investimento no Exterior, exceto se o FIP investidor se enquadrar nas regras que permitem investir mais de 20% de seu capital subscrito no exterior, conforme disposto no § 2º do art. 18 da Instrução.

3.16. Desenquadramentos passivos (art. 11)

A ANBIMA solicita a inserção de um novo dispositivo no art. 11 que trate das situações de desenquadramento passivo pelo FIP.

Argumenta a ANBIMA que os FIP não possuem regra específica para os casos de desenquadramentos passivos e acabam por observar a regra geral da Instrução CVM nº 555, que dispõe que os administradores devem notificar à CVM desenquadramentos passivos superiores a 15 dias consecutivos.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares – Centro – Rio de Janeiro - RJ – CEP: 20050-901 – Brasil
Tel.: (21) 3554-8686 - www.cvm.gov.br

RELATÓRIO DE AUDIÊNCIA PÚBLICA SDM Nº 05/2015

28

A ANBIMA observa 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. Porém, ressalta a ANBIMA que com as novas regras contábeis e a possibilidade de investimentos no exterior, a variação cambial se torna também determinante na avaliação dos ativos dos fundos e, dessa 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. Reforça ainda o participante que os ativos dos FIP são ilíquidos, o que se traduz em um prazo estendido para realização de negociações, dificultando o reenquadramento.

A sugestão do participante para a redação o dispositivo é como se segue:

“§ 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.

§ 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.”

A CVM não concordou com a manifestação do participante de que os desenquadramentos passivos ao limite de 90% tendem a aumentar, uma vez que a natureza dos FIP por si só já reduz a frequência de desenquadramentos, em função do baixo volume de operações de compra e venda de ativos e baixa volatilidade diária de seu patrimônio líquido.

Esta Autarquia pondera também que determinados ativos podem ser considerados para fins de apuração do limite de enquadramento, nos termos do § 4º do art. 11, e que as situações de desenquadramento já são tratadas no § 5º do mesmo artigo.

Com isso a CVM entende que não é necessária a inclusão dos dispositivos sugeridos pela ANBIMA para tratar especificamente de desenquadramentos passivos, uma vez que nos casos excepcionais a Instrução CVM nº 555, de 2014, poderá ser aplicada.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares – Centro – Rio de Janeiro - RJ – CEP: 20050-901 – Brasil
Tel.: (21) 3554-8686 - www.cvm.gov.br

RELATÓRIO DE AUDIÊNCIA PÚBLICA SDM Nº 05/2015

29

3.17. Instituições Financeiras Oficiais (art. 11, § 4º, IV)

A ABVCAP sugere a exclusão do termo instituições financeiras oficiais da redação do inciso IV, por entender que não há definição legal ou regulatória para o termo, e tampouco há consenso com relação a sua correta definição ou interpretação.

A ANBIMA, por sua vez, solicita um esclarecimento da definição do termo, indagando se estão englobados os contratos celebrados com quaisquer instituições financeiras.

A CVM considerou os comentários válidos e excluiu o termo “oficiais”, de forma a esclarecer que os títulos públicos podem ser adquiridos para fins de garantia a contratos de financiamento de projetos de infraestrutura realizados com qualquer instituição financeira.

3.18. Investimento no exterior (art. 12)

A ABVCAP sugere que o limite para investimento no exterior seja alterado para 20% do capital comprometido, em vez de ser apurado sobre o patrimônio líquido, e que seja apurado somente no momento do investimento, com o argumento de se possibilitar o investimento no exterior no início das atividades do fundo e de se evitar desenquadramentos passivos ao longo da vida do fundo.

A ABVCAP e o Mattos Filho sugerem a inclusão de dispositivo em que fique expressamente permitido o investimento no exterior de forma direta ou indireta, ou seja, por meio da utilização de fundos, veículos ou companhias de investimento, constituídos no exterior, independente de sua forma ou natureza jurídica, desde que os ativos subjacentes tenham natureza econômica compatível com aqueles elegíveis para o FIP no Brasil. A ABVCAP e o Mattos Filho ponderam que em cada ordenamento jurídico o investimento em *private equity* pode ser realizado por meio dos mais diferentes veículos com naturezas jurídicas distintas daquelas dos fundos no Brasil. Ressalta ainda a ABVCAP a importância de a norma ser expressa quanto à obrigatoriedade de observância do requisito de participação do FIP no processo decisório da companhia investida no exterior.

A ABVCAP sugere a inclusão de § 3º ao art. 12 de forma a estabelecer que a verificação quanto a condição do emissor conforme disposto no art. 12, § 1º, deve ocorrer somente no momento do investimento inicial pelo FIP.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares – Centro – Rio de Janeiro - RJ – CEP: 20050-901 – Brasil
Tel.: (21) 3554-8686 - www.cvm.gov.br

RELATÓRIO DE AUDIÊNCIA PÚBLICA SDM Nº 05/2015

30

O BNDES solicita a exclusão do art. 12, § 1º, II, pois entende que equiparar ao emissor nacional aquele que tenha sede no exterior e mais 90% de seus ativos no Brasil não encontra amparo legal, tendo em vista que o Código Civil brasileiro, nos termos do artigo 1.126, institui que “*é nacional a sociedade organizada de conformidade com a lei brasileira e que tenha no País a sede de sua administração*”. Pondera ainda o BNDES que com base nesse conceito do FIP poderia ter todo o seu investimento em companhia com sede no exterior, o que pode ser alcançado com o FIP – Investimento no Exterior.

O BNDES também requer a realização de assembleia geral com a aprovação de unanimidade dos cotistas para que os FIP já existentes possam investir no exterior ou também investir em emissores com sede no exterior, mesmo que tal investimento seja considerado como investimento em ativos no Brasil.

O Pátria solicita o aumento do limite para investimento no exterior de 20% para 40% do capital comprometido com o argumento de que a Instrução CVM nº 555, de 2014, já permite que fundos destinados a investidores qualificados invistam 40% do seu patrimônio líquido no exterior e que o limite de 20%, nos termos da Instrução CVM nº 555, de 2014, se aplica aos fundos destinados ao varejo. Solicita também o Pátria, assim como a ABVCAP, que o limite seja apurado sobre o capital comprometido e somente no momento do investimento inicial, uma vez que seria difícil a alienação de investimentos ilíquidos em caso de desenquadramento passivo.

O Spalding sugere uma alteração na redação do disposto no art. 12, § 1º, de forma a esclarecer que a definição se refere aos emissores que podem ser considerados nacionais, para fins da Instrução, ao invés de se definir os que não são considerados estrangeiros.

O Stocche Forbes solicita que o conceito disposto no art. 12, § 1º, da Minuta seja alinhado com o disposto no art. 1º do Anexo 32-I à Instrução CVM nº 480, de 7 de dezembro de 2009, o implica na redução do percentual de ativos no Brasil de 90% para 50%.

O Trench Rossi sugere alteração no caput do art. 12, tendo em vista vislumbrar dois entendimentos distintos com a leitura da redação atual: (a) que a CVM quer inserir um limite de concentração aplicável a ativos no exterior de emissão de quaisquer emissores estrangeiros considerado tal limite de forma global (i.e., todos os investimentos), ou (b) que o limite de concentração se aplica apenas para ativos no exterior, de tal forma que, caso o ativo tenha negociação no mercado brasileiro, independentemente deste ser de emissão de um emissor estrangeiro, tal ativo não entraria no cômputo do limite de concentração ora previsto.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares – Centro – Rio de Janeiro - RJ – CEP: 20050-901 – Brasil
Tel.: (21) 3554-8686 - www.cvm.gov.br

A métrica para apuração do limite para investimento no exterior foi alterada de 20% sobre o patrimônio líquido para 20% sobre o total do capital subscrito, em conexão com a justificativa já exposta no **box** do item 3.3.

A Instrução foi alterada com a inclusão de dispositivo no art. 12 que reflete a sugestão do Mattos Filho e da ABVCAP sobre a possibilidade de o FIP investir de forma indireta em emissores estrangeiros, desde que fique assegurada a influência na gestão da investida no exterior. Ainda, o comentário da ABVCAP de que as condições do emissor dispostas no art. 12, § 1º, devem ser verificadas quando do investimento inicial foi considerado pertinente e está refletido na Instrução.

Quanto às preocupações do BNDES, a CVM esclarece que o dispositivo tem somente como objetivo o de não considerar para fins de apuração do limite de investimento no exterior, o emissor que tenha sede no Brasil, mas que atue predominante no exterior. Assim, destaca a CVM que não está alterando o conceito de sociedade nacional disposto no Código Civil brasileiro.

Considerando que o investimento no exterior implicará alteração da política de investimentos de FIP já em funcionamento, o disposto no art. 58, § 4º, da Minuta, atual art. 58, § 5º, da Instrução, passa a prever que qualquer alteração na política de investimentos requer a aprovação de todos os cotistas reunidos em assembleia geral, o que endereça a outra preocupação externada pelo BNDES.

Com referência ao comentário do Stocche Forbes para alinhamento com a Instrução CVM nº 480, de 2009, a CVM esclarece que se trata de conceitos com objetivos distintos e, por isso, não considera adequada a sugestão de alteração.

Considerando a dúvida do Trench Rossi e a sugestão do Spalding, a redação do art. 12, § 1º, foi alterada para esclarecer o entendimento da Autarquia quanto ao conceito de ativos no exterior e, ainda, aqueles que não são considerados no exterior para fins de aplicação da instrução.

3.19. Categorias de FIP (artigo 14)

A ANBIMA sugere que as categorias de FIP – Capital Semente e FIP – Empresas Emergentes devam manter o mínimo de 72% de seu capital comprometido investido nos correspondentes ativos elegíveis. O participante alega que parece natural que as empresas possuam estágios diferentes de amadurecimento e, assim, propõe 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



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares – Centro – Rio de Janeiro - RJ – CEP: 20050-901 – Brasil
Tel.: (21) 3554-8686 - www.cvm.gov.br

diz respeito ao não enquadramento de determinadas companhias à categoria do fundo. Com isso, sugere a ANBIMA que seja considerado que 80% dos 90% que devem estar investidos nos ativos previstos no art. 5º sejam aplicados em companhias que se enquadrem no perfil de cada categoria, resultando no número de 72% sugerido.

A CVM considera que o pleito não deve prosperar. As categorias de FIP devem atender ao limite mínimo de 90% de seu patrimônio líquido investido nos ativos elegíveis para cada uma delas, sendo que o prazo para enquadramento a esse limite está referido no próprio art. 11 da nova Instrução.

3.20. Criação da categoria de FIP Imobiliário (art. 14 e art. 43, inciso VI, alínea “a”)

A ABVCAP e o Barcellos Tucunduva solicitam a criação de uma categoria específica para abarcar os fundos que tem como objetivo investir no setor imobiliário com a possibilidade de que estes fundos invistam em sociedades limitadas, com base, em resumo, nas seguintes razões: (a) relevância deste segmento comparado ao total de FIP em atuação; (b) as regras de FII, de seguradoras e de entidades de previdência complementar preveem alocação de recursos para FIP de natureza imobiliária; (c) trata-se de mercado organizado de forma particular e que se beneficiaria pela autorização para investimento em sociedades limitadas, uma vez que normalmente os empreendimentos são realizados com a utilização de sociedades de propósito específico sob a forma de limitadas; e (d) o setor imobiliário costuma ser alvo de políticas de incentivo e isenções, sendo importante a identificação em separado para que os FIP Imobiliários possam se aproveitar de incentivos destinados à indústria.

A ABVCAP argumenta ainda que geralmente os investimentos dos FIP no setor imobiliário ocorrem por meio de holdings, organizadas como sociedades anônimas, cujo objetivo principal é o de investir em diversas SPE limitadas, as quais, por sua vez, detêm os empreendimentos imobiliários. Dessa forma, a ABVCAP entende que a permissão para o investimento direto em sociedades limitadas reduziria os custos totais do investimento.

O Barcellos Tucunduva solicita, também, esclarecimentos quanto à vedação para a aplicação, direta ou indiretamente, dos recursos do FIP em bens imóveis, conforme disposto no art. 35, IV, alínea “b”, da Instrução CVM nº 391, de 2003, e replicado no art. 43, inciso VI, alínea “a”, da Minuta. Nesse sentido, o Barcellos Tucunduva sugere a inclusão de dispositivo que mencione que essa vedação não impede o investimento do FIP em sociedades que desenvolvam atividades imobiliárias.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares – Centro – Rio de Janeiro - RJ – CEP: 20050-901 – Brasil
Tel.: (21) 3554-8686 - www.cvm.gov.br

Com referência ao art. 43, VI, alínea “a” da Minuta, o Stocche Forbes solicita que seja incluída uma autorização para que o FIP possa deter imóveis em razão da excussão de garantias constituídas a seu favor.

A CVM entende que a criação da categoria específica não é pertinente, uma vez que: (i) as categorias não estão divididas em função dos setores de atuação do FIP, exceto as categorias de Infraestrutura e PD&I, as quais foram criadas por força de lei; e (ii) toda a argumentação apresentada reforça o entendimento desta Autarquia de que o veículo adequado para a realização desses investimentos, inclusive via cotas de sociedade limitada, é o FII, o qual já goza de incentivos.

Adicionalmente, a ABVCAP menciona em seu argumento que as seguradoras e entidades de previdência complementar preveem alocação de recursos para FIP de natureza imobiliária. Entretanto, a Resolução CMN nº 4.484, de 6 de maio de 2016, alterou, entre outros, o art. 10 da Resolução CMN nº 4.444, de 13 de novembro de 2015, excluiu, para fins de enquadramento na modalidade imóveis, os investimentos das sociedades seguradoras, das sociedades de capitalização, das entidades abertas de previdência complementar e dos resseguradores em cotas de FIP com atuação no setor imobiliário.

A CVM entende não ser necessária a alteração da Instrução para esclarecer que a vedação do art. 43, inciso VI, alínea “a”, não impede o investimento do FIP em sociedades que desenvolvam atividades imobiliárias. Nesse sentido, a CVM esclarece que essa vedação tem como objetivo coibir o investimento do fundo em imóveis, direta ou indiretamente, como fins de utilização dos 10% do seu patrimônio líquido que não necessitam estar investidos nos ativos elegíveis e que tal vedação não alcança os investimentos do FIP nos ativos previstos no art. 5º de emissão de sociedades que possuam atividades imobiliárias.

Por fim, sobre as considerações do Stocche Forbes, a CVM entende que não se faz necessário tal ajuste, uma vez que em razão de execução de garantias de suas operações, e em benefício dos cotistas, qualquer fundo de investimento pode receber os mais diferentes tipos de ativos, o que é considerado como uma situação de exceção. Cabe ao gestor do fundo que receber ativos estranhos ao seu funcionamento, em razão de excussão de garantias, cuidar para que tais ativos sejam convertidos em espécie, de forma a causar o menor prejuízo possível aos cotistas.

3.21. FIP - Investimento no Exterior (art. 14 e art. 18)

A ABVCAP sugere que os investimentos de FIP desta categoria possam ser realizados de forma direta e indireta, em linha com o comentário do item 3.17.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares – Centro – Rio de Janeiro - RJ – CEP: 20050-901 – Brasil
Tel.: (21) 3554-8686 - www.cvm.gov.br

RELATÓRIO DE AUDIÊNCIA PÚBLICA SDM Nº 05/2015

34

A ABVCAP e o Barcellos Tucunduva recomendam a exclusão do parágrafo único do art. 18 de forma a que o FIP Investimento no Exterior não precise ter um limite mínimo para investimento no exterior, tendo em vista se tratar de fundo voltado para investidores profissionais. Argumenta a ABVCAP que o disposto na Instrução CVM nº 555, de 2014, permite aos fundos destinados a investidores profissionais investirem 100% de seu patrimônio em ativos no exterior, desde que suas denominações contenham o sufixo “Investimento no Exterior”. Por fim, a ABVCAP entende que se um mesmo investidor profissional desejar alocar menos de 67% de seus recursos em ativos locais e o restante em ativos no exterior, este teria que constituir dois fundos para utilizar-se de tal estratégia, incorrendo em custos adicionais.

O Benzecry e Pitta e o NF&BC sugerem que o FIP – Investimento no Exterior seja acessível a investidores qualificados em geral. O Benzery e Pitta recomenda que neste caso os cotistas devem assinar termo de ciência dos riscos específicos desta categoria e justifica a sugestão de permissão no sentido de que os investidores qualificados em oferta pública sob a égide da Instrução CVM nº 400, de 2003, têm todos os elementos necessários para investir neste tipo de fundo, lembrando que as ofertas de esforços restritos já estão limitados a investidores profissionais.

Sugere ainda o Benzecry e Pitta que o regulamento desse tipo de FIP contenha a descrição, em capítulo próprio sobre: (i) quais os mecanismos e processos mantidos para controle e influência na gestão de tais companhias no exterior; (ii) o rito de troca de informações com a administração das companhias e demais acionistas, em especial destes com o gestor da carteira e o auditor independente; (iii) a forma de certificação periódica da titularidade dos ativos de emissão da companhia por parte do custodiante do fundo; e (iv) eventuais riscos adicionais a que o fundo estará submetido incluindo potenciais impactos tributários para o fundo.

O NF&BC solicita a inclusão de dispositivo semelhante ao art. 101 da Instrução CVM nº 555, 2014, para o FIP – Investimento no Exterior, especificamente indicando que o FIP dessa categoria deve dispor em seu regulamento: (a) a região geográfica das empresas investidas; (b) o risco a que estão sujeitos; e (c) qualquer outra informação que julgue relevante.

A CVM considerou os pleitos da ABVCAP e do Barcellos Tucunduva pertinentes e o limite mínimo de 67% foi excluído. Ainda, com o propósito de alinhamento com a Instrução CVM nº 555, de 2014, a categoria de FIP – Investimento no Exterior deixa de existir e, com isso, o FIP – Multiestratégia, como comentado no item seguinte, destinado exclusivamente a investidores profissionais e que optar em



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares – Centro – Rio de Janeiro - RJ – CEP: 20050-901 – Brasil
Tel.: (21) 3554-8686 - www.cvm.gov.br

seu regulamento por investir mais de 20% do capital subscrito em ativos no exterior deverá adotar o sufixo “Investimento no Exterior” em sua denominação.

A CVM entende que não é adequado permitir que quaisquer investidores qualificados possam investir em FIP que aloque até 100% de seus recursos no exterior, como sugerido pelo Benzecry e Pitta e NF&BC, uma vez que se trata de investimentos em ativos com mais risco e menor liquidez do que aqueles geralmente investidos pelos fundos regidos pela Instrução CVM nº 555, de 2014.

No tocante à sugestão de inclusão de dispositivo que obrigue o FIP a incluir em seu regulamento diversos procedimentos importantes a serem seguidos pelo gestor no tocante aos investimentos no exterior, a CVM entende que tais procedimentos correspondem a boas práticas, mas não enxerga a necessidade de obrigá-las a constar do regulamento.

3.22. Classificação dos fundos - FIP Multiestratégia (art. 14 e art. 18)

A ABVCAP e o Barcellos Tucunduva sugerem que o FIP, em geral, possa investir nos ativos elegíveis aos FIP Capital Semente e Empresas Emergentes de forma a usufruir dos mesmos descontos regulatórios dessas categorias, observadas as mesmas restrições. A ABVCAP menciona que não existe inconveniente para o FIP que opte por constituir uma carteira de investimentos diversificada, sem ser classificado em uma das categorias previstas na Minuta, se utilize dos benefícios e dispensas previstas para os FIP Capital Semente e Empresas Emergentes.

Nesse mesmo contexto, a ANBIMA propõe a criação da categoria de FIP denominada de Multiestratégia, na qual o FIP possa se utilizar dos descontos regulatórios aplicáveis a cada categoria, dependendo do estágio de cada companhia que invista, podendo, por exemplo, variar seus investimentos entre companhias em estágio inicial (com os descontos previstos para o FIP – Capital Semente) e companhias de grande porte (sem quaisquer descontos de governança) dentro de um mesmo setor.

A ANBIMA ainda sugere que tal categoria possa realizar também investimentos no exterior de forma ilimitada e que seja destinada unicamente a investidores profissionais.

A CVM considera pertinentes os pleitos e, em benefício de maior clareza, optou por criar a categoria Multiestratégia de forma a permitir que os FIP dessa categoria invistam nos ativos elegíveis aos FIP Capital Semente e Empresas Emergentes e possam usufruir dos mesmos descontos regulatórios, observando as mesmas restrições.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares – Centro – Rio de Janeiro - RJ – CEP: 20050-901 – Brasil
Tel.: (21) 3554-8686 - www.cvm.gov.br

Considerando o comentário da ANBIMA de permitir que essa categoria invista até 100% de seus recursos no exterior limitando-a a receber aportes de investidores profissionais, a CVM entende ser pertinente que, caso o FIP Multiestratégia tenha por objetivo aplicar mais de 20% de seu capital subscrito em ativos no exterior, este deva ser destinado unicamente a investidores profissionais e conter em sua denominação o sufixo “Investimento no Exterior”.

A CVM destaca que ao incluir a categoria Multiestratégia no rol de classificações previstas, o FIP “genérico” não mais existirá, tendo em vista que será naturalmente um multiestratégia, pois poderá alocar seus recursos em emissores de distintas categorias. Com isso, a classificação dos FIP entre as categorias dispostas na Instrução passa a ser obrigatória, devendo o FIP adotar em sua denominação a correspondente categoria de acordo com a sua política de investimentos.

3.23. Cotistas do FIP – Capital Semente (art. 15)

ABVCAP, ANBIMA, Barcellos Tucunduva, Benzecry e Pitta, BNDES, NF&BC, Spalding e Stocche Forbes solicitam que o FIP Capital Semente seja objeto de investimento também por investidores qualificados e não fique restrito aos investidores profissionais.

Os argumentos, em resumo, são no sentido de que:

- (i) o perfil de investidores anjo que investem ou estão dispostos a investirem em *equity crowdfunding*, conforme pesquisa divulgada pela CVM, não se enquadra no conceito de investidores profissionais;
- (ii) o *equity crowdfunding* possui proteção regulatória inexistente ou limitada e a criação de modalidade de FIP que absorvesse tais investimentos seria saudável para o mercado;
- (iii) os investidores anjo, potenciais cotistas do FIP – Capital Semente, são geralmente egressos dos mercados em que investem ou possuem profundo interesse no ambiente de inovação, demonstrando alta qualificação técnica;
- (iv) a ampliação dos tipos possíveis de investidores tem como objetivo fomentar o investimento em *startups*; e



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares – Centro – Rio de Janeiro - RJ – CEP: 20050-901 – Brasil
Tel.: (21) 3554-8686 - www.cvm.gov.br

- (v) atualmente os investidores qualificados podem investir em fundos voltados para investimento em capital semente por meio dos FMIEE, tipo de fundo que nunca restringiu o público alvo, podendo, inclusive, receber recursos de investidores de varejo.

Considerando os argumentos recebidos, a CVM entende como pertinente permitir que o FIP Capital Semente também seja destinado aos investidores qualificados.

3.24. Limite de receita das investidas do FIP – Capital Semente (art. 15, § 1º, inciso I)

A ABVCAP sugere que o limite de receita bruta anual da investida seja elevado para R\$16 milhões, conforme valores utilizados para a definição de investimento em capital semente pela FINEP. A ABVCAP sugere ainda que o referido limite seja observado somente em ano anterior ao primeiro aporte do fundo, uma vez que a própria Instrução dispõe sobre as regras de transição e não faria sentido que o FIP fosse impedido de realizar novos aportes após o incremento na receita da investida.

O BNDES solicita o incremento do referido limite para R\$20 milhões e menciona que esse valor atende à fundos que investem em companhias com faturamento entre R\$12 milhões e R\$16 milhões e não estaria desatualizado quando da edição da nova Instrução.

A ABVCAP também indicou preocupação quanto à atualização do valor e solicitou que a Instrução disponha que a referida atualização ocorrerá por meio de Ofício-Circular da CVM.

Considerando que o objetivo do FIP – Capital Semente é o de investir em empresas *startups*, o limite de receita proposto considerou, com base em estudos, que nos primeiros 3 anos uma *startup* provavelmente chegaria a uma receita bruta anual média inferior a R\$10 milhões e que, acima desse montante, já não se justificariam os descontos regulatórios como propostos para essa modalidade de FIP.

Porém, a CVM considerou os pleitos da ABVCAP e BNDES pertinentes, inclusive quanto as preocupações sobre a atualização do valor na Instrução, e optou por utilizar o limite de R\$16 milhões, conforme alterado na Instrução. A sugestão da ABVCAP de se atualizar por meio de Ofício-Circular não encontra respaldo regulatório, uma vez que citado Ofício é utilizado para divulgar as orientações das áreas técnicas da CVM acerca da aplicação e do cumprimento de dispositivos normativos.

A sugestão da ABVCAP de o FIP observar o limite somente no primeiro aporte é pertinente e foi refletida na Instrução.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares – Centro – Rio de Janeiro - RJ – CEP: 20050-901 – Brasil
Tel.: (21) 3554-8686 - www.cvm.gov.br

RELATÓRIO DE AUDIÊNCIA PÚBLICA SDM Nº 05/2015

38

3.25. Regras de transição para a investida em caso de desenquadramento às regras elegíveis para o FIP Capital Semente e Empresas Emergentes (art. 15, § 2º, inciso I, e art. 16, § 2º, inciso I)

A ABVCAP sugere a exclusão do art. 15, § 2º, inciso I, e do art. 16, § 2º, inciso I, da Minuta, sob o argumento de que é impraticável determinar a alienação de empresa fechada em até dois anos, pois se trata de um processo lento, trabalhoso, de rigoroso planejamento e afetado por diferentes variáveis, tais como cenários político-econômico, e que uma alienação forçada pode prejudicar os cotistas do fundo. Ressalta a ABVCAP que a própria Minuta já apresenta uma alternativa à alienação, ou seja, se adequar aos critérios de governança. Assim, a ABVCAP sugere que no prazo de dois anos o fundo seja obrigado a adotar as regras de governança aplicáveis.

A CVM considera a sugestão pertinente e excluiu da Instrução a obrigação de se alienar a investida.

A proposta inicial da Minuta era a de o fundo alienar a investida em dois anos ou esta atender imediatamente ao disposto no art. 15, § 2º, incisos II ou III, para o FIP Capital Semente, ou ao disposto no art. 16, § 2º, inciso II, para o FIP Empresas Emergentes. Entretanto, a CVM reconhece que a adaptação imediata pode não ser a mais conveniente e, assim, alterou a Instrução de forma a que a investida tenha que se adaptar em até dois anos às regras de governança aplicáveis aos FIP Capital Semente ou Empresas Emergentes, conforme sugestão da ABVCAP.

Conforme proposto na Minuta e refletido na Instrução, a sociedade investida pelo FIP – Capital Semente deve se adequar a determinados incisos do art. 8º, caso sua receita não atinja R\$ 300 milhões, ou a todos os incisos do art. 8º, caso sua receita ultrapasse o referido limite. Com isso, para se enquadrar a qualquer dos incisos do art. 8º, uma sociedade que seja limitada deverá se converter em sociedade anônima de capital fechado.

3.26. Participação das investidas do FIP Capital Semente ou Empresa Emergente em grandes grupos econômicos (art. 15, § 4º, e art. 16, § 4º)

A ABVCAP solicita a exclusão de ambos dispositivos, sob o argumento de que o FIP Capital Semente e Empresas Emergentes deveriam ter permissão para a realização de investimentos em sociedades ou negócios de inovação de incentivados por grandes empresas, denominados de *spin-offs* e de *corporate ventures*. A ABVCAP pondera que diversas corporações têm buscado a expansão de suas



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares – Centro – Rio de Janeiro - RJ – CEP: 20050-901 – Brasil
Tel.: (21) 3554-8686 - www.cvm.gov.br

RELATÓRIO DE AUDIÊNCIA PÚBLICA SDM Nº 05/2015

39

tecnologias através da criação ou aquisição de participação em empresas inovadoras e que, ao mesmo tempo, gerem novas eficiências para seus negócios e incentivem o desenvolvimento de ideias e do ambiente de inovação para pequenos empreendedores.

O Benzecry e Pitta indaga se o dispositivo faz referência somente a controladora direta ou a todo o grupo econômico do qual eventualmente a investida faz parte.

O Spalding sugere acrescentar ao final do dispositivo que os totais de ativos e receitas devem ser apurados “*no encerramento do ano civil anterior àquele de apuração*”.

O Trench Rossi observa que referidos parágrafos visam estabelecer importantes critérios objetivos para restringir o desvio de finalidade do FIP Capital Semente e do FIP Empresas Emergentes, impedindo que tais FIP invistam em subsidiárias de grandes grupos econômicos, similarmente ao conceito já previsto no art. 1º, § 3º, da Instrução CVM nº 209, de 1994.

Entretanto, o Trench Rossi destaca que no comparativo com o dispositivo citado da Instrução CVM nº 209, de 1994, a utilização do termo "sociedade" em "por sociedade que apresente ativo total superior", diverge do conceito da Instrução CVM nº 209, de 1994, o qual dispõe "grupo de sociedades, de fato ou de direito". Essa nova redação pode possibilitar uma limitação maior da restrição originalmente prevista na Instrução CVM nº 209, de 1994, já que a limitação sugerida na redação proposta, da forma como colocada, seria aplicável somente caso a investida fosse controlada por uma sociedade (conforme conceito jurídico e, portanto, não abarcando pessoas físicas e entidades não personificadas). Assim, o Trench Rossi sugere que a redação proposta seja revisada para que se mantenha a restrição à grupos de sociedades, de fato ou de direito, mantendo-se, ainda, a referência valorativa à receita bruta consolidada, nos casos de grupos de sociedade.

O Trench Rossi também apresenta preocupação quanto à possibilidade de esses dispositivos vedarem mais de um FIP poder investir na mesma sociedade, uma vez que no investimento do primeiro este poderá fazer parte do bloco de controle da sociedade e, assim, a receita bruta consolidada do FIP investidor, considerando todos os seus investimentos, pode inibir a aquisição da sociedade investida por um segundo FIP. Por fim, sugere o Trench Rossi que a Instrução permita, em caráter de exceção, que um FIP possa adquirir participação na sociedade investida por outro FIP.

Em linha com a observação do Trench Rossi, a CVM entende que a vedação é um aprimoramento da vedação existente no art. 1º, § 3º, da Instrução CVM nº 209, de 1994, o qual já veda que a investida



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares – Centro – Rio de Janeiro - RJ – CEP: 20050-901 – Brasil
Tel.: (21) 3554-8686 - www.cvm.gov.br

faça parte de grupo com patrimônio líquido superior a R\$300 milhões. Assim, desde a criação do FMIEE, fundo voltado para o investimento capital semente e empresas emergentes, há restrição quanto a utilização de recursos para o investimento em *spin-offs* ou *corporate ventures*, pois há o entendimento de que nessas situações a própria corporação patrocinadora é a provedora principal de recursos, não sendo necessário a utilização de recursos dos fundos. Nesse sentido, a sugestão da ABVCAP e de se excluir a vedação não foi considerada pertinente.

A sugestão de redação proposta pelo Spalding foi acatada, porém com algumas modificações.

A sugestão do Trench Rossi para a alteração no conceito de sociedade é pertinente e foi refletida na Instrução, o que também endereça a questão do Benzecry e Pitta, uma vez que o dispositivo faz referência a todo grupo econômico do qual a investida faz parte.

Quanto à preocupação externada pelo Trench Rossi sobre a impossibilidade de investimento de um determinado FIP em investida de outro FIP, a CVM esclarece que o disposto no art. 15, § 3º, bem como no art. 16, § 3º, não deve se aplicar quando a sociedade investida for controlada por outro FIP. Entretanto, se as demonstrações contábeis desse FIP forem consolidadas nas demonstrações contábeis de qualquer de seus cotistas, o referido cotista estará sujeito à análise de seus ativos e receita bruta, de forma consolidada, para fins de atendimento aos referidos dispositivos. Nesse sentido, foi incluído o § 4º ao art. 15 e art. 16 de forma a dispor sobre essa situação.

Por fim, a CVM destaca que não há vedação para que o FIP adquira investimentos de outros FIP, porém, caso esses investimentos não atendam às referidas restrições previstas, eles não farão jus aos descontos regulatórios previstos.

3.27. Dispensa de auditoria para a investida do FIP Capital Semente (art. 15, inciso II)

O Sr. João Santos observa que caso a investida se enquadre nos parâmetros de receita estabelecidos para o FIP Capital Semente, esta estará isenta de seguir as práticas de governança previstas no art. 8º da Minuta, incluindo a auditoria das suas demonstrações contábeis. Porém, o Sr. João Santos lembra que, conforme disposto na Minuta de Instrução Contábil, o FIP poderá ser classificado como “não entidade de investimento” e avaliar seus investimentos pelo método de equivalência patrimonial. Assim, pondera o participante que a mencionada dispensa de auditoria da investida poderá inviabilizar a auditoria do fundo investidor, visto que os auditores do fundo não conseguirão emitir opinião sem a auditoria da sociedade investida.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares – Centro – Rio de Janeiro - RJ – CEP: 20050-901 – Brasil
Tel.: (21) 3554-8686 - www.cvm.gov.br

RELATÓRIO DE AUDIÊNCIA PÚBLICA SDM Nº 05/2015

41

Entende o Sr. João Santos que poderia haver um prazo estipulado na Instrução, contábil ou operacional, de até dois anos sem auditoria da investida, sendo o investimento no período contabilizado pelo custo de aquisição ajustado por *impairment*.

A CVM considerou pertinente a manifestação do Sr. João Santos, porém entendeu que a sugestão proposta não é a mais adequada. Nesse sentido, a CVM destaca que incluiu o § 5º ao art. 15, de forma a prever que se o FIP Capital Semente não se qualificar como entidade de investimento, a sua investida deverá obrigatoriamente ser auditada por auditores registrados na CVM, não se aplicando, assim, a dispensa do art. 8º, VI, conforme prevista no inciso II do art. 15.

Ainda, na esteira do comentário apresentado pelo Sr. João Santos, a CVM ressalta que, mesmo com a dispensa de auditoria da investida para os FIP classificados como entidades de investimento, o auditor independente do fundo deverá efetuar os procedimentos que julgue necessários sobre as informações contábeis da investida, para fins de formar a sua opinião sobre o valor justo dessa sociedade.

3.28. Limite de receita para a investida do FIP Empresas Emergentes (art. 16, inciso I)

A BM&FBovespa sugere que o limite para o enquadramento da investida do FIP Empresas Emergentes seja de R\$ 500 milhões, ao invés de R\$ 300 milhões como consta da Minuta, com o propósito de harmonização com o valor constante do art. 16 da Lei nº 13.043, de 2014, de modo a permitir que as investidas insiram-se no contexto de medidas de incentivo ao acesso ao mercado de capitais instituídas pela referida Lei.

A CVM entende que o patamar definido na referida Lei é distinto daquele pretendido nessa norma, que busca definir um limite abaixo do qual as empresas podem se beneficiar de dispensas para a adoção de determinados requisitos de governança corporativa. A própria Lei estabelece critérios de governança que necessariamente devem ser obedecidos, o que vai no sentido inverso da possibilidade de dispensa que o limite aqui previsto busca autorizar.

Destaca ainda esta Autarquia que o limite de R\$ 300 milhões de receita bruta anual se refere basicamente a atualização monetária dos R\$ 150 milhões de faturamento da investida do FMIEE previsto na Instrução CVM nº 209, de 1994.

Com isso, a sugestão da BM&FBovespa não foi refletida na Instrução.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares – Centro – Rio de Janeiro - RJ – CEP: 20050-901 – Brasil
Tel.: (21) 3554-8686 - www.cvm.gov.br

RELATÓRIO DE AUDIÊNCIA PÚBLICA SDM Nº 05/2015

42

3.29. Empresas Emergente Inovadoras (art. 16, §§ 5º e 6º, e art. 14, parágrafo único)

A ABVCAP sugere a realocação desses dispositivos para os §§ 3º e 4º do art. 14, uma vez que no seu entendimento qualquer FIP pode investir nesse tipo de empresa, tendo a Lei nº 10.973, de 2004, autorizado a constituição de fundos de investimento em empresas inovadoras e delegado à CVM o poder para editar normas complementares. Contudo, a CVM optou por implementar tal dispositivo na Instrução CVM nº 209, de 1994.

A ABVCAP argumenta que qualquer categoria de FIP, principalmente Capital Semente e PD&I, poderia focar sua política de investimentos em empresas inovadoras.

Sugerem também a ABVCAP e o NF&BC algumas alterações na redação de forma a acomodar mais adequadamente os dispositivos da Lei 10.973, a qual foi significativamente alterada pela Lei nº 13.243, de 11 de janeiro de 2016.

A CVM entende como pertinentes os comentários da ABVCAP. Dessa forma, os conteúdos do art. 16, §§ 5º e 6º, foram transferidos para o art. 14, parágrafo único, com as devidas alterações que visam a esclarecer que qualquer categoria de FIP pode investir em empresas inovadoras, nos termos da Lei nº 10.973, de 2004.

3.30. FIP – IE e FIP – PD&I (art. 17)

A ANBIMA solicita a confirmação de que a restrição imposta no § 1º, de que são considerados novos projetos aqueles implementados após 22 de janeiro de 2007, não se aplica ao § 2º, inciso II, ou seja, poderão ser realizadas expansões de projetos anteriores a 22 de janeiro de 2007.

O Stocche Forbes sugeriu um aprimoramento na redação do caput do art. 17, de forma a possibilitar o investimento em qualquer título ou valor mobiliário de companhias que desenvolvam as atividades ali previstas, sob o argumento de se dar mais sofisticação e maleabilidade para se atender às necessidades do mercado, sem prejuízo do art. 1º, § 4º, da Lei 11.478, de 2007, que, segundo o Stocche Forbes, atribui competência à CVM para definir o rol de ativos alvo.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares – Centro – Rio de Janeiro - RJ – CEP: 20050-901 – Brasil
Tel.: (21) 3554-8686 - www.cvm.gov.br

O Stocche Forbes também sugeriu que o caput do art. 17 contenha, ao final, a seguinte redação: *“e/ou considerados como prioritários na forma regulamentada pelo Poder Executivo Federal, nos setores de:”*.

Com referência à indagação da ANBIMA, a CVM esclarece que toda a Seção III do Capítulo III se baseia no inteiro teor da Lei nº 11.478, de 2007. Nesse sentido, a CVM entende que a Lei e a Instrução limitam os investimentos em novos projetos implementados após 22 de janeiro de 2007, mas equiparam a tais projetos àqueles referidos no § 2º, inciso II, do art. 17 da Minuta.

O Stocche Forbes entende que essa categoria de fundo pode investir em qualquer título ou valor mobiliário de emissão de companhias referidas no caput do art. 17, com base em sua interpretação do art. 1º, § 4º, da Lei 11.478, de 2007, de que a CVM é quem possui competência para definir o rol de ativos alvo. A CVM, contudo, interpreta tal dispositivo como restritivo, ou seja, esses fundos somente podem investir em ações, bônus de subscrição, debêntures, conversíveis ou não em ações, ou outros títulos de emissão das sociedades referidas no art. 1º, § 3º, da referida Lei, desde que permitidos pela regulamentação da CVM, ou seja, desde que previstos no art. 5º da Minuta. Assim, o texto do art. 17 foi alterado para tornar mais claro o rol de ativos elegíveis e transcrever o texto da Lei e, ainda, afastar a possibilidade de investimento em sociedades limitadas como previsto na nova redação do art. 5º.

Sobre a sugestão de inclusão de trecho ao final do art. 17, a CVM entendeu como redundante, uma vez que o inciso V do art. 17 já reproduz o texto sugerido e com o mesmo alcance.

3.31. Escrituração das cotas do FIP (art. 19)

A ABVCAP sugere a manutenção da redação do art. 20 da Instrução CVM nº 391, de 2003, de forma que as cotas dos FIP sejam nominativas, não obrigatoriamente escriturais, sendo a sua propriedade presumida pelo registro do nome do cotista no livro de “Registro de Cotas Nominativas” ou da conta de depósito das cotas, aberta em nome do cotista.

A ABVCAP argumenta que diversos FIP são administrados por gestores que não são instituições financeiras e a obrigatoriedade de escrituração implica acrescer um custo adicional ao fundo, pois haveria a necessidade de se contratar uma instituição para efetuar a escrituração. A ABVCAP entende que a escrituração das cotas de FIP pode ser substituída pelo controle por parte dos administradores dos FIP no livro de “Registro de Cotas Nominativas”.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares – Centro – Rio de Janeiro - RJ – CEP: 20050-901 – Brasil
Tel.: (21) 3554-8686 - www.cvm.gov.br

Ressalta ainda a ABVCAP as particularidades do FIP que possui somente investidores qualificados e investimentos ilíquidos, tornando-os mais simples do ponto de vista operacional. Nesse contexto, a ABVCAP adiciona o fato de a CVM já ter reconhecido que os FIP são fundos com características diferenciadas, pois no âmbito da Instrução CVM nº 558, de 26 de março 2015, permitiu aos administradores fiduciários atuarem como administradores de FIP sem serem instituições financeiras ou sem precisarem da capitalização mínima exigida na referida Instrução.

O pleito é pertinente e foi parcialmente refletido na Instrução. Com isso, as cotas de FIP serão em regra escriturais, exceto nos casos de o regulamento do fundo vedar a transferência ou negociação de suas cotas em mercados secundários, hipótese em que será possível utilizar a faculdade replicada do art. 20 da Instrução CVM nº 391, de 2003.

3.32. Classes de cotas com distintos direitos econômico-financeiros (art. 19, parágrafo único, atual § 2º)

A ABVCAP e o Mattos Filho sugerem que os FIP voltados para investidores profissionais possam atribuir a uma ou mais classes de cotas distintos direitos econômico-financeiros, sem as limitações dispostas na Minuta.

O Barcellos Tucunduva, a BM&FBOVESPA, o Stocche Forbes e o Ulhôa Canto sugerem que todos os FIP possam ser autorizados a criarem classes de cotas com direitos econômico-financeiros distintos, uma vez que se destinam a investidores qualificados.

A ANBIMA sugere a permissão para a diferenciação especificamente quanto às datas diversas de integralização e amortização das cotas para qualquer modalidade de FIP.

A ABVCAP entende que seria de grande aceitação no mercado a criação de fundos que possuam classes de cotas com diferentes cronogramas de subscrição, integralização, amortização ou mesmo prazos de resgate, visando a atender os interesses distintos dos investidores por risco e retorno.

A ABVCAP, a ANBIMA e o Mattos Filho ressaltam que os fundos estruturados voltados para investidores qualificados já possuem permissão para emitirem classes de cotas com distintos direitos econômico-financeiros, quais sejam: (i) FIP que recebem investimento de organismos de fomento; (ii) FII voltados para investidores qualificados que permitem a existência de cotas com direitos ou características especiais quanto à ordem de preferência no pagamento dos rendimentos periódicos, no reembolso de seu



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares – Centro – Rio de Janeiro - RJ – CEP: 20050-901 – Brasil
Tel.: (21) 3554-8686 - www.cvm.gov.br

RELATÓRIO DE AUDIÊNCIA PÚBLICA SDM Nº 05/2015

45

valor ou no pagamento do saldo de liquidação do fundo; ou (iii) FIDC que permitem a constituição de cotas seniores e subordinada, além de emissão de cotas em diferentes séries com prazos e valores de amortização, resgate e remuneração diferenciados.

A ANBIMA ressalta que os FII, mesmo voltados para o varejo, podem ter diferenciações quanto às datas de integralização ao se admitir a emissão por séries de cotas.

O Mattos Filho cita ainda os seguintes argumentos e situações:

- (i) Um mesmo FIP que possui investidores estrangeiros e locais pode ter classes de cotas específicas para cada investidor, sendo que as destinadas aos estrangeiros poderiam ter seus critérios de precificação para fins de subscrição, integralização, amortização e resgate referenciados em moeda estrangeira.
- (ii) Investidores que realizem investimentos em FIP em momentos distintos têm, naturalmente, expectativas distintas em relação a preço e prazo de subscrição e integralização das respectivas cotas, assim como em relação a preço e prazo para amortizações e resgate das mesmas.
- (iii) Em razão da limitação regulatória, o que ocorre na prática é que os investidores profissionais, com perfis e demandas absolutamente distintos, acabam sendo alocados em FIP separados, decisão essa que não é necessariamente do administrador ou do gestor do FIP, mas dos próprios investidores que reconhecem que alguns desafios são intransponíveis em razão da limitação regulatória. Como resultado, a estrutura é duplicada no âmbito de um mesmo processo de estruturação e captação de recursos – são constituídos dois FIP a serem geridos pelo mesmo gestor, com os mesmos objetivos e políticas de investimento e que, como regra geral, realizarão todos os investimentos e desinvestimentos sempre em conjunto.
- (iv) A possibilidade de divisão das cotas do FIP em classes distintas, com direitos econômico-financeiros e/ou políticos diferenciados, seria mais um passo no desenvolvimento da indústria de *private equity* no Brasil. Tal possibilidade viabilizaria o uso de uma estrutura única e a convivência de investidores com perfis distintos em um único FIP, além de garantir maior transparência com relação aos termos e condições que são atualmente negociados entre os investidores por meio da celebração de acordos de cotistas, eficiência em termos de custos.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares – Centro – Rio de Janeiro - RJ – CEP: 20050-901 – Brasil
Tel.: (21) 3554-8686 - www.cvm.gov.br

- (v) Ao contrário do que ocorre nos FIDC, os benchmarks das cotas dos fundos de *private equity* não representam limitação à rentabilidade que possa ser auferida aos titulares das referidas cotas. Trata-se, exclusivamente, de uma referência ou patamar de rentabilidade a partir do qual os gestores dos referidos fundos passam a fazer jus às respectivas remunerações baseadas em desempenho (taxas de performance). Representa, portanto, um dos principais incentivos do gestor de *private equity* no exercício de suas funções: uma participação mais relevante nos retornos auferidos pelo FIP e pelos cotistas.

A BM&FBOVESPA argumenta que a maior liberdade na estruturação dos FIP propiciará a possibilidade de se estabelecerem arranjos contratuais especiais em função das particularidades do fundo e dos investimentos, permitindo aos investidores, notadamente mais sofisticados, negociar livremente a melhor distribuição de direitos econômicos e políticos entre eles, considerando as condições dos investimentos a serem realizados.

A CVM considerou relevantes e pertinentes as sugestões e os argumentos apresentados. Nesse sentido, considerando que os FII destinados a investidores qualificados já permitem a existência de classes de cotas com determinados direitos ou características especiais e as propostas no sentido de se permitir uma maior flexibilidade para fundos de investidores profissionais, a Instrução passa a dispor que:

(i) os FIP destinados exclusivamente a investidores profissionais podem emitir classes de cotas com distintos direitos econômico-financeiros; e

(ii) os demais FIP podem emitir cotas de forma semelhante ao já permitido para os FII, ou seja, com direitos ou características especiais quanto à ordem de preferência no pagamento dos rendimentos, das amortizações ou do saldo de liquidação do fundo.

Adicionalmente, a Instrução passa a prever a possibilidade de a emissão de uma mesma classe de cotas ser dividida em séries, com o fim específico de estabelecer, para cada série, datas diversas de integralização, amortização e remuneração.

3.33. Prazo para recebimento do comprovante de pagamento (art. 20, § 2º)

A ABVCAP e a ANBIMA solicitam a alteração da redação do § 2º do art. 20 para estabelecer que o comprovante de pagamento referente à integralização não será recebido no ato. A ABVCAP sugere um



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares – Centro – Rio de Janeiro - RJ – CEP: 20050-901 – Brasil
Tel.: (21) 3554-8686 - www.cvm.gov.br

RELATÓRIO DE AUDIÊNCIA PÚBLICA SDM Nº 05/2015

47

prazo de até 10 dias para o recebimento, enquanto a ANBIMA propõe que este se dê imediatamente após a integralização das cotas.

A ABVCAP sugere, ainda, que o comprovante de pagamento possa ser substituído pelo extrato de integralização emitido pelo administrador ou pela instituição responsável pela escrituração das cotas em nome do cotista, desde que expressamente previsto no regulamento.

A ANBIMA, por sua vez, sugere a alteração do termo “autenticado pelo administrador” para “emitido pelo administrador”, de forma a deixar claro que a forma de emitir o comprovante deverá ser definida pelo administrador, não sendo necessário constituir um documento físico autenticado.

Por fim, a ANBIMA propõe, em relação ao **caput** do art. 20, a exclusão do termo “valores”, pois normalmente informações como valores de subscrição e integralização não constam no regulamento do fundo.

A CVM considerou pertinente a maioria das sugestões apresentadas e alterou pontualmente a redação do art. 20, **caput** e § 2º, para endereçar a preocupação trazida pelos participantes.

3.34. Oferta pública de cotas (art. 22)

A ABVCAP e a ANBIMA solicitam a inclusão de exceção ao registro da oferta, nos casos de dispensa autorizada pela CVM, e, também, da possibilidade de a distribuição de cotas ser realizada pelo administrador fiduciário ou gestor de recursos quando atuarem na distribuição de seus fundos, conforme permitido pelo art. 30 da Instrução CVM nº 558, de 2015.

A ABVCAP sugere ainda a inclusão de dispositivo neste artigo que permita a distribuição de cotas para os próprios cotistas do fundo, desde que as cotas não sejam negociadas em mercados secundários e, ainda, desde que haja o cancelamento do saldo não colocado.

Nesse sentido, a ABVCAP entende que a permissão expressa para a colocação privada de cotas nas hipóteses em que o FIP busque recursos exclusivamente junto aos seus investidores se trata de procedimento mais célere e barato do que a realização de uma oferta de distribuição.

O participante ressalta a decisão do Colegiado desta CVM no âmbito do Processo RJ-2011-14594, a qual interpretou que a realização da 2ª emissão pública de cotas do Arena FII, com esforços restritos de



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares – Centro – Rio de Janeiro - RJ – CEP: 20050-901 – Brasil
Tel.: (21) 3554-8686 - www.cvm.gov.br

RELATÓRIO DE AUDIÊNCIA PÚBLICA SDM Nº 05/2015

48

colocação, não caracterizaria oferta pública, pois seria destinada exclusivamente aos cotistas do fundo. Assim, considerando que o FII possuía um pequeno número de cotistas e que as cotas não eram admitidas à negociação, o Colegiado deliberou pela inaplicabilidade do art. 9º da Instrução CVM nº 476, de 2009, ao caso, o que possibilitou o FII a captar recursos num intervalo inferior aos 4 meses de carência previstos nesse artigo.

A CVM considerou os pleitos pertinentes e realizou as alterações na Instrução.

Com referência a possibilidade de o administrador ou gestor distribuírem as cotas de seus fundos, nos termos do disposto no art. 30 da Instrução CVM nº 558, de 2015, a CVM esclarece que o disposto no referido dispositivo não abarca somente a distribuição de cotas de fundos fechados destinados a investidores de varejo, tendo em vista que:

(i) nesses casos há geralmente a necessidade de contratação de coordenador líder e subcontratação de outros intermediários para se atingir um público amplo e diversificado; e

(ii) essas contratações, ou mesmo a eventual atuação do gestor como coordenador líder, não se coadunam com os objetivos do art. 30 da Instrução CVM nº 558, de 2015, que, conforme exposto no item 3.139 do Relatório de Análise sobre a Audiência Pública SDM nº 14/2011, foram o de permitir o contato direto entre os investidores e os responsáveis pela administração do fundo e o de simplificar e reduzir os custos de distribuição de fundos administrados por gestores que não sejam parte de conglomerado econômico-financeiro de instituições financeiras.

Ainda, a CVM ressalta o disposto no art. 30, § 2º, da Instrução CVM nº 558, de 2015, que veda a contratação pelo administrador ou gestor de agente autônomo de investimento para distribuir as cotas dos fundos, o que reforça o objetivo de simplificação das ofertas como exposto no item (ii) acima.

A ANBIMA sugere a inclusão de dispositivo para reproduzir o art. 14 da Instrução CVM nº 555, de 2014, de forma a que a Instrução passe a dispor sobre as possibilidades de transferências das cotas e seus direitos de subscrição.

A CVM entende que não é necessário replicar esse dispositivo, uma vez que a Instrução CVM nº 555, de 2014, trata em seu art. 14 sobre os procedimentos de transferência de cotas de fundos fechados em geral, e que esse artigo já se aplica aos FIP, nos termos do art. 1º da Instrução CVM nº 555, de 2014.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares – Centro – Rio de Janeiro - RJ – CEP: 20050-901 – Brasil
Tel.: (21) 3554-8686 - www.cvm.gov.br

O NF&BC sugere a inclusão de dispositivo que mencione que as ofertas públicas voluntárias que visem à aquisição de parte ou da totalidade das cotas de um FIP devem obedecer às regras e procedimentos operacionais estabelecidos pela entidade administradora do mercado em que as cotas do FIP estejam admitidas à negociação.

O NF&BC argumenta que sua sugestão se baseia nas regras aplicáveis para os FII e que entende que os investidores de FIP pulverizados também devem ter o mesmo respaldo regulamentar para realizar ofertas públicas de aquisição de cotas de FIP.

A CVM entende que a sugestão do participante não é relevante para os FIP que, diferentemente dos FII, possuem pouca quantidade de cotistas e de fundos com cotas ativamente negociadas em mercado secundário.

A CVM não realizou a alteração sugerida na nova Instrução, sem prejuízo de, no futuro, revisitar a sugestão do participante para estudar os mecanismos adequados para a realização de oferta pública de aquisição de cotas de FIP, caso o mercado secundário dessas cotas venha a se desenvolver.

3.35. Competência da Assembleia Geral (art. 24)

A ABVCAP e o BNDES sugerem um ajuste na redação do caput de forma a esclarecer que o rol de matérias de competência privativa da assembleia não é taxativo, podendo haver outras matérias de competência da assembleia conforme previstas em regulamentação aplicável ou em regulamento.

Com referência à competência da assembleia para deliberar sobre o aumento do prazo de duração do FIP, o Pátria sugere a adoção de um conceito dinâmico de liquidação e prazo de vigência no sentido de que quando do término o administrador deverá proceder à alienação, à disposição e/ou ao recebimento ordinário dos ativos integrantes da carteira do fundo, sendo o seu prazo de vigência automaticamente prorrogado até a conclusão dos respectivos procedimentos, da distribuição dos proventos aos cotistas, e ainda, conforme o caso, até a inexistência: (i) de obrigações ou direitos de terceiros em relação ao fundo, ainda não prescritos; ou (ii) de ações judiciais pendentes, em que o fundo figure no polo ativo ou passivo.

O Pátria argumenta que, considerando a natureza do FIP e dos investimentos por este realizados, os gestores deparam-se com a obrigação de, atingido o prazo limite de duração do FIP, efetivamente liquidar o FIP o que implicaria na necessidade de alienação da totalidade dos ativos integrantes de sua carteira, o que em diversas situações apresenta-se como infactível e contra os interesses dos cotistas. Tal fato,



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares – Centro – Rio de Janeiro - RJ – CEP: 20050-901 – Brasil
Tel.: (21) 3554-8686 - www.cvm.gov.br

segundo o Pátria, é agravado pelo fato de o FIP, na qualidade de contraparte dos investimentos, tradicionalmente obrigar-se por fatos e eventos que ultrapassam o prazo de vigência do fundo, como, por exemplo, a estipulação de cláusulas de indenização e responsabilidade contidas em contratos de compra e venda de empresas nas quais os compradores e vendedores obrigam-se, reciprocamente, a indenizar-se na hipótese de ocorrência de hipóteses específicas previstas na documentação.

Destaca o Pátria que, tradicionalmente, a vigência dessas obrigações ultrapassa ao prazo de duração do FIP e, nesse sentido, entende ser do interesse da indústria, a adoção pela norma de um conceito dinâmico de liquidação e prazo de vigência do FIP como verifica-se nos mercados mais desenvolvidos.

A CVM esclarece que as matérias dispostas nos incisos do art. 24 são aqueles de competência exclusiva da assembleia de cotistas, sem o prejuízo de que outras matérias venham a ser incluídas pelo administrador ou cotistas, quando aplicável, no rol de matérias a serem apreciadas pela assembleia geral. Entretanto, de forma a não restar dúvidas, a sugestão dos participantes foi refletida no parágrafo único do art. 24.

Com referência à sugestão do Pátria de incorporar tal processo de prorrogação dinâmico à norma, a CVM entende que não é pertinente, uma vez que qualquer prorrogação será levada à assembleia de cotistas, os quais podem decidir por optar pela metodologia proposta pelo Pátria até a liquidação do FIP. A CVM destaca ainda que o gestor ou o administrador devem convocar assembleia e debater com os cotistas de forma tempestiva a prorrogação do prazo de duração ou a entrega de ativos.

3.36. Prestação de garantias (art. 24, XI e art. 9º, XXV)

A ABVCAP sugere que seja alterada a redação do dispositivo de forma a esclarecer que o FIP pode prestar garantias reais, prática comum do mercado, uma vez que há o entendimento de que tal possibilidade já está inserida na possibilidade de prestação de qualquer outra forma de coobrigação pelo fundo.

A ABVCAP solicita a inclusão de dispositivo neste artigo para obrigar o regulamento a prever expressamente os termos, condições e procedimentos para outorga das garantias e solicita, ainda, que os fundos destinados exclusivamente a investidores profissionais possam outorgar garantias independentemente de aprovação em assembleia, desde que previsto no regulamento.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares – Centro – Rio de Janeiro - RJ – CEP: 20050-901 – Brasil
Tel.: (21) 3554-8686 - www.cvm.gov.br

O Benzecry e Pitta sugere que seja inserida uma limitação à prestação de garantias, de forma a que o nível de exposição de tais obrigações se limite ao patrimônio líquido do fundo, capital comprometido ou a perda dos ativos, sob o argumento de que o fundo não se coobrigue com dívidas que pareçam desproporcionais a sua capacidade de honrar tais compromissos. Segundo o participante, o FIP não deveria poder, por exemplo, gravar em garantia ações de sua carteira e ser avalista de uma dívida superior ao citado patrimônio, sob pena de se criar mecanismo de alavancagem e tomada de crédito.

A redação do art. 24, XI, e do art. 9º, XXV, foi alterada de forma a esclarecer que é possível a prestação de garantias reais, conforme sugestão da ABVCAP.

A CVM entende que não deve prosperar a sugestão de fundo destinado a investidores profissionais prestar garantias sem aprovação em assembleia, mesmo que previsto em seu regulamento. Exatamente por se tratar de investidores profissionais, com plena capacidade de participar das decisões afetas ao fundo, não deveria haver maiores dificuldades de reuni-los em assembleia para deliberar sobre o assunto.

Ressalta-se, ainda, que a possibilidade de o FIP prestar garantias, antes vedada, foi incluída por meio da Instrução CVM nº 535, de 28 de junho de 2013, mediante o quórum qualificado mínimo de dois terços das cotas, o que representou uma flexibilização em comparação com a proposta inicial do Edital de Audiência Pública SDM nº 9/2012, o qual previa a aprovação por unanimidade.

Com referência à sugestão do Benzecry e Pitta de limitar à prestação de garantias ao patrimônio ou capital comprometido do FIP, a CVM entende que não deve prosperar, pois essa decisão será tomada por cotistas qualificados e cientes do risco, em assembleia geral e mediante quórum qualificado.

3.37. Aprovação em assembleia de conflitos entre o fundo e seus cotistas (art. 24, XII)

A ABVCAP sugeriu incluir, no inciso XII, do art. 24, que além de a assembleia aprovar atos que configurem potencial conflito de interesses entre o fundo e o administrador ou gestor, esta passe, também, a aprovar atos de conflito entre o fundo e seus cotistas, ou grupo de cotistas, com mais de 5% do capital comprometido.

A sugestão é pertinente, uma vez que atos praticados entre o fundo e cotistas podem estar sujeito a situações de conflito de interesse. Nesse sentido, a Instrução passou a prever que os atos que configurem potencial conflito de interesses entre o fundo e seus cotistas, ou grupo de cotistas, com mais 10% do capital subscrito são passíveis de aprovação por assembleia. O percentual de 10% reflete a prática adotada



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares – Centro – Rio de Janeiro - RJ – CEP: 20050-901 – Brasil
Tel.: (21) 3554-8686 - www.cvm.gov.br

para os fundos de investimento imobiliários e foi replicado na Instrução de FIP como forma de padronizar os procedimentos.

3.38. Convocação e instalação da assembleia (art. 26)

A ANBIMA solicita que, dentre os parágrafos do artigo 26, conste que: (i) em linha com o disposto no art. 69, parágrafo único, da Instrução CVM nº 555, de 2014, a convocação por iniciativa dos cotistas deve ser dirigida ao administrador, que terá 30 dias para realizar a convocação da assembleia as expensas dos requerentes, salvo se deliberado em contrário na referida assembleia; e (ii) a solicitação de convocação realizada pelo cotista deverá ser acompanhada de eventuais documentos necessários ao exercício do direito de voto.

Solicita também o participante a inclusão de outro parágrafo que disponha que as informações referidas no art. 26, § 3º, da Minuta, as quais o administrador deve publicar amplamente para o exercício do direito de voto, poderão ser disponibilizadas apenas aos cotistas, caso estejam protegidas por sigilo ou caso sua divulgação possa prejudicar a estratégia do fundo, a critério do administrador. Argumenta a ANBIMA que muitas das informações a serem deliberadas em assembleia pelos cotistas de FIP são estratégicas e confidenciais, sendo que a sua ampla publicação pode prejudicar o fundo e seus cotistas.

A ABVCAP, sob o mesmo argumento da ANBIMA, recomenda alteração na redação do art. 26, § 3º, da Minuta, de forma a que seja sempre disponibilizado exclusivamente aos cotistas as informações e documentos necessários ao exercício do direito de voto.

As sugestões apresentadas são pertinentes e foram refletidas na Instrução, com a observação de que o art. 26, § 3º, da Minuta, reflete a sugestão da ABVCAP no sentido de que o administrador seja obrigado a disponibilizar as informações necessárias ao exercício do direito de voto unicamente aos cotistas, utilizando do instrumento mais adequado para realizar tal disponibilização.

3.39. Deliberações da assembleia (art. 29 e art. 31)

O Mattos Filho sugere que FIP destinados a investidores profissionais possam livremente estabelecer em seu regulamento o quorum para aprovação de matérias, sendo dispensados de atender ao disposto no art. 29, §§ 2º e 4º.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares – Centro – Rio de Janeiro - RJ – CEP: 20050-901 – Brasil
Tel.: (21) 3554-8686 - www.cvm.gov.br

RELATÓRIO DE AUDIÊNCIA PÚBLICA SDM Nº 05/2015

53

O NF&BC sugere que as deliberações da assembleia geral relativas às matérias elencadas no art. 29, § 2º, da Minuta, sujeitas ao quórum qualificado ali mencionado, dependam da aprovação de: (i) 25%, no mínimo, das cotas subscritas, quando o FIP tiver mais de 100 cotistas; ou (ii) metade, no mínimo, das cotas subscritas, quando o FIP tiver até 100 cotistas. O participante baseia a sua sugestão na experiência adquirida no âmbito das discussões sobre o mesmo assunto em fundos imobiliários, conforme expresso no Relatório de Audiência Pública SDM nº 07/2014.

A ABVCAP, a ANBIMA e o BNDES sugerem que as cotas de cotistas conflitantes e que não tem direito a voto, nos termos do art. 31, inciso V, da Minuta, sejam também excluídas do cômputo para fins de apuração do quórum das assembleias.

A ABVCAP recomenda que o § 6º do art. 29 também preveja que além de os cotistas inadimplentes com a integralização de cotas não votarem sobre a parcela inadimplida, também não votem sobre a totalidade das cotas subscritas.

A ANBIMA e o NF&BC sugerem um novo dispositivo no art. 29, em linha com o disposto no art. 74 da Instrução CVM nº 555, 2014, de forma a prever que 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 cotistas.

O BNDES solicita esclarecimentos, a fim de evitar divergências nas deliberações do fundo, se o impedimento previsto no art. 31, § 1º, da Minuta, se aplica mesmo nas situações em que o administrador ou gestor possuam participação nas cotas dos fundos.

O Pátria entende que o gestor, administrador, e seus sócios, diretores e funcionários somente devem ser impedidos de votar nas assembleias gerais do FIP na hipótese de caracterização de conflito de interesse. Argumenta o participante que, em diversas situações, o administrador ou o gestor de um FIP ou sociedades a ele ligadas, no Brasil ou no exterior, são responsáveis também pela administração e gestão profissional de veículos de investimento que investem recursos, direta ou indiretamente, no FIP.

A CVM entende que as sugestões do Mattos Filho e do NF&BC não devem prosperar, uma vez que a Instrução disciplina regras de quóruns mínimos para determinadas matérias as quais a CVM considera importantes e dizem respeito a qualquer FIP, independentemente do tipo e quantidade de investidores. Ressalta a CVM que a analogia com fundos imobiliários não é aplicável, uma vez que os FII, diferentemente dos FIP, se destinam basicamente ao investidor de varejo.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares – Centro – Rio de Janeiro - RJ – CEP: 20050-901 – Brasil
Tel.: (21) 3554-8686 - www.cvm.gov.br

A solicitação para que as cotas de cotistas conflitados não constem no cômputo do quórum é pertinente e foi refletida na Instrução. A proposta ensejou uma reflexão mais ampla e a CVM avaliou como mais adequado que todas as cotas que estejam nas situações previstas no art. 31 deixem de fazer parte do cômputo do quórum.

Com referência a sugestão da ABVCAP, para que os cotistas inadimplentes com integralização de cotas sejam obrigatoriamente proibidos de votar sobre a totalidade de suas cotas, a CVM entende ser mais adequado que o regulamento de cada FIP disponha sobre essa questão. Assim, a redação do art. 29, § 6º, foi alterada de forma a esclarecer que penalidades adicionais podem ser impostas pelo regulamento, incluindo a sugerida pela ABVCAP.

Com referência ao art. 74 da Instrução CVM nº 555, de 2014, sobre a aprovação automática das demonstrações sem ressalvas, no casos de não comparecimento de cotistas em assembleia, a CVM entende que tal dispositivo não deve constar da Instrução do FIP. Os FIP, diferentemente dos demais fundos de investimento, possuem, em geral, quantidade reduzida de cotistas, os quais são investidores qualificados e demonstram maior interesse nas operações dos fundos e, conseqüentemente, na sua prestação de contas.

Sobre a dúvida do BNDES, a CVM esclarece que o disposto no art. 31 se aplica caso o administrador e gestor sejam subscritores de cotas do FIP. Assim, como disposto no art. 31, § 1º, esses prestadores de serviço não têm direito a voto, o que só poderá ocorrer nas situações previstas no § 2º do mesmo artigo: (i) quando os únicos cotistas do fundo forem o administrador, gestor ou as demais pessoas mencionadas no § 1º; ou (ii) quando houver aquiescência expressa da maioria dos demais cotistas, manifestada na própria assembleia, ou em instrumento de procuração que se refira especificamente à assembleia em que se dará a permissão de voto.

Nesse mesmo contexto, com referência à questão do Pátria, a CVM reforça que a vedação do art. 31 não se aplica quando o gestor ou o administrador exercerem o direito de voto enquanto representantes de fundos ou veículos investidos por terceiros não ligados.

3.40. Exercício do direito de voto dos cotistas (art. 31)

A ANBIMA sugere a inclusão de dois parágrafos adicionais ao art. 31:



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares – Centro – Rio de Janeiro - RJ – CEP: 20050-901 – Brasil
Tel.: (21) 3554-8686 - www.cvm.gov.br

RELATÓRIO DE AUDIÊNCIA PÚBLICA SDM Nº 05/2015

55

“§ 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.”

Argumenta o participante que 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 isso 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.

A ANBIMA também entende que cabe ao próprio cotista esclarecer e informar se possui interesses conflitantes que impeçam o exercício de seu direito de voto.

A CVM considera que a sugestão do § 3º não é pertinente, pois cabe ao administrador ou ao gestor esclarecer com o cotista que enviou a condição para seu voto se este aprova ou reprova determinada matéria dependendo do condicionante e, se for o caso, obter nova confirmação por escrito.

A sugestão do § 4º foi refletida na Instrução, com pequena alteração, uma vez que o cotista deve informar situações de conflito que impeçam o direito de voto, sem prejuízo de diligências do administrador ou gestor para buscar tal informação.

3.41. Responsabilidades do administrador e do gestor

3.41.1. Responsabilidade solidária (art. 33, § 4º)

A ABVCAP sugere a exclusão da previsão de que os contratos relativos aos serviços de gestão devam prever a responsabilidade solidária entre esse prestador de serviço e o administrador. No lugar, a ABVCAP sugere a inclusão dos seguintes parágrafos ao art. 33:

“§ 7º O Gestor responde por prejuízos decorrentes de atos e omissões próprios a que der causa, sempre que agir de forma contrária à lei, ao regulamento ou aos atos normativos expedidos pela CVM.”



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares – Centro – Rio de Janeiro - RJ – CEP: 20050-901 – Brasil
Tel.: (21) 3554-8686 - www.cvm.gov.br

RELATÓRIO DE AUDIÊNCIA PÚBLICA SDM Nº 05/2015

56

§ 8º Caso for comprovado que o administrador, na esfera de suas atribuições, poderia ter evitado os prejuízos causados aos cotistas na forma do §7º acima, o administrador será solidariamente responsável ao gestor.”

A ABVCAP sugere a manutenção e o aperfeiçoamento da prática atual de mercado disposta na Instrução CVM nº 391, de 2003, no sentido de que a responsabilidade pelos atos relacionados à gestão do FIP seja individual do gestor, em linha com as funções dos gestores dos FIP, conforme previstas na Minuta, evitando um impacto que o enrijecimento da responsabilidade do administrador proposto pela CVM poderia causar no mercado, que já demonstra sensibilidade com relação ao regime de responsabilidade atualmente em vigor (que prevê a responsabilidade individual).

Segundo o participante, diferentemente dos fundos regidos pela Instrução CVM nº 555, de 2014, nos quais o gestor, ao alocar recursos do fundo em determinada companhia, mantém uma relação puramente virtual para com esta, no caso dos FIP a relação é presencial, uma vez que é exigido do FIP a participação no processo decisório da investida, com efetiva influência na definição de sua política estratégica e na sua gestão.

Pondera a ABVCAP que, dessa forma, o gestor de um FIP tem a obrigação de se fazer presente na companhia investida e, em função disso, acaba assumindo certo grau de responsabilidade pelos negócios realizados no âmbito de tal companhia, o que não ocorre com o gestor de fundos regulados pela Instrução CVM nº 555, de 2014. Ainda, segundo a ABVCAP, é dever do administrador validar se as premissas de enquadramento previstas no regulamento e nas normas da CVM foram devidamente observadas pelo gestor quando da realização de investimentos em nome do FIP e que, com base nessa validação, o administrador tem a prerrogativa de liquidar ou não a transação de investimento que o gestor pretende realizar, conforme a operação esteja ou não enquadrada ao regramento aplicável ao FIP ou a documentação legal esteja ou não devidamente formalizada.

A ABVCAP argumenta que após a validação inicial, o monitoramento do administrador passa a ser realizado com base em relatórios periódicos elaborados pelo gestor, informações divulgadas na mídia e pareceres anuais elaboradas pelo auditor independente das companhias investidas. Nesse contexto, caso o administrador, com base em alguma das fontes de informações mencionadas, tome conhecimento de algum indicio de irregularidade no âmbito das companhias investidas, deverá imediatamente tomar todas as medidas necessárias para evitar que tais irregularidades se traduzam em prejuízos para os cotistas do FIP.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares – Centro – Rio de Janeiro - RJ – CEP: 20050-901 – Brasil
Tel.: (21) 3554-8686 - www.cvm.gov.br

RELATÓRIO DE AUDIÊNCIA PÚBLICA SDM Nº 05/2015

57

Por fim, conclui a ABVCAP que sempre que verificada uma falha do administrador em alguma das hipóteses supracitadas (desenquadramento, falta de formalização legal ou inação ao tomar conhecimento de uma irregularidade), este deverá sim ser responsabilizado, vez que poderia ter agido de forma a evitar o prejuízo causado aos cotistas.

O Benzcry e Pitta sugere a exclusão de todo o art. 33, § 4º, da Minuta, pois sustenta que a solidariedade decorre apenas de lei ou de contrato, não podendo ser imposta por norma infralegal. Argumenta ainda o Benzecry e Pitta no sentido de que, em sendo o FIP um fundo voltado a investidores qualificados que sabem escolher muito bem seus prestadores de serviços e, inclusive, decidir a troca de alguns destes, muitas vezes à revelia e sem consulta ao administrador fiduciário, a solidariedade não parece adequada e tende apenas a aumentar os custos da estrutura do FIP. Observa o participante que os deveres de fiscalização dos demais prestadores e diligências quanto a verificação da adequada prestação de serviços são mantidos, e o que se discute é a solidariedade em eventual condenação por falha de um dos prestadores de serviços.

A obrigação de se incluir cláusula de solidariedade no contrato firmado entre o administrador e o gestor foi excluída, tendo em vista o fato de que a carteira de investimento do FIP é significativamente diferente da carteira dos fundos regulados pela Instrução CVM nº 555, de 2014, e o fato das particularidades presentes na atuação do gestor e do administrador do FIP quando comparada com a sua atuação para os demais fundos.

O gestor do FIP deve se fazer presente na administração da sociedade investida, tendo em vista a obrigação de o fundo influenciar na gestão dessa sociedade, o que não ocorre para os fundos da Instrução CVM nº 555, de 2014. Em algumas ocasiões, essa influência exercida na investida pode embutir determinados riscos para o gestor, os quais o administrador, em sendo solidário, também se sujeitaria. Entretanto, esse risco pode ser de difícil mensuração pelo administrador, ainda que exerça adequadamente o seu dever de diligência e monitoramento das atividades do FIP.

Com referência a sugestão do Benzecry e Pitta, a CVM pondera que para as atividades de tesouraria, controladoria e escrituração, a obrigação de solidariedade contratual deve permanecer, uma vez que tais atividades são relacionadas às atividades de administração e, se forem prestadas por terceiros, cabe ao administrador assumir eventuais danos causados por esses terceiros contratados. Com referência à argumentação do Benzecry e Pitta, a CVM esclarece que não está estabelecendo o regime de solidariedade por meio da Instrução, mas sim exigindo que o contrato entre as partes contenha tal previsão.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares – Centro – Rio de Janeiro - RJ – CEP: 20050-901 – Brasil
Tel.: (21) 3554-8686 - www.cvm.gov.br

Conforme exposto adiante, alguns dispositivos dos arts. 39 e 40 foram aprimorados de forma a esclarecer melhor o papel de cada participante, inclusive no tocante a participação do gestor no processo de avaliação dos ativos ao valor justo quando o fundo estiver classificado na categoria contábil de entidade de investimento, conforme previsto na regulamentação específica.

Por fim, a CVM ressalta que a exclusão da obrigação de se incluir cláusula de solidariedade no contrato entre o administrador e o gestor, não reduz as responsabilidades do administrador de monitorar e fiscalizar as atividades do gestor e de assegurar também o adequado cumprimento das disposições da Instrução e do regulamento do fundo.

3.41.2. Responsabilidade pela avaliação dos investimentos à valor justo (arts. 39, 40 e 49)

A ABVCAP e o Barcellos Tucunduva requerem a inclusão de dispositivos que possibilitem ao gestor efetuar a mensuração do valor justo dos investimentos para os fundos classificados como entidades de investimento, nos termos da regulamentação contábil específica. Nesse sentido, a ABVCAP e o Barcellos Tucunduva sugerem, também, a inclusão dos seguintes parágrafos ao art. 40:

“§ 2º Nos casos em que o gestor for o responsável pela avaliação das companhias investidas o regulamento deverá prever:

a) a existência de metodologia de avaliação estabelecida com base em critérios consistentes e passíveis de verificação, previamente aprovada pelo administrador do fundo; e

b) que o gestor não poderá ser remunerado com base no patrimônio líquido do fundo”.

A ABVCAP entende que o gestor possui proximidade com as empresas investidas e informações detalhadas para realizar a mensuração a valor justo dos investimentos, sem prejuízo da responsabilidade final do administrador sobre as demonstrações contábeis. Pondera o participante no sentido de que os administradores não só carecem da proximidade e não detém informações detalhadas das empresas investidas, como também muitas vezes não possuem equipe com experiência na realização de avaliação a valor justo. Assim, argumenta a ABVCAP que se os administradores não tiverem opção acabarão por contratar terceiro independente para realizar a referida mensuração, onerando o FIP e seus cotistas com custos anuais relevantes para a contratação do avaliador independente.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares – Centro – Rio de Janeiro - RJ – CEP: 20050-901 – Brasil
Tel.: (21) 3554-8686 - www.cvm.gov.br

RELATÓRIO DE AUDIÊNCIA PÚBLICA SDM Nº 05/2015

59

Ainda, afirma a ABVCAP que o gestor pode não ser considerado independente para realizar a avaliação a valor justo, mas que os eventuais riscos decorrentes desta potencial falta de independência podem ser mitigados, senão eliminados, com a sugestão para o § 2º mencionada acima.

A ANBIMA, na mesma linha da ABVCAP, recomenda a inclusão de dispositivos ao art. 40 que permitam ao gestor ser responsável, se assim previsto no regulamento e sem prejuízo das responsabilidades do administrador, pelo cálculo do valor justo. Ainda, a ANBIMA também propõe as seguintes restrições caso o gestor venha a efetuar a avaliação dos ativos ao valor justo:

“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.”

A ANBIMA relaciona argumentos semelhantes aos da ABVCAP. Primeiramente, menciona o participante que, 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.

A ANBIMA ressalta que essa 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. Pondera a ANBIMA que 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 e que a



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares – Centro – Rio de Janeiro - RJ – CEP: 20050-901 – Brasil
Tel.: (21) 3554-8686 - www.cvm.gov.br

RELATÓRIO DE AUDIÊNCIA PÚBLICA SDM Nº 05/2015

60

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. Reforça ainda a ANBIMA que 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.

A ANBIMA entende que as suas sugestões minimizam questões envolvendo conflitos de interesse em se permitir a avaliação pelo gestor e que 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 e no período de desinvestimento, a taxa de administração poderia ser cobrada sobre o percentual do fundo ainda investido, com base no custo de aquisição.

A CVM considerou pertinentes as preocupações da ANBIMA e da ABVCAP e promoveu ajustes na nova Instrução, de forma a acomodar parcialmente as sugestões.

A nova Instrução, no art. 40, XII, e art. 49, esclarece que o gestor pode elaborar a avaliação do valor justo do investimento de fundo que venha a ser qualificado como entidade de investimento. A Instrução atribui ao gestor a responsabilidade pelas informações que encaminhar ao administrador, sem eximir este último de suas responsabilidades enquanto o responsável pela elaboração das demonstrações contábeis do FIP, uma vez que, por meio de esforços razoáveis, deve obter o conforto necessário quanto ao adequado cálculo do valor justo fornecido pelo gestor, bem como quanto à adequada classificação contábil do fundo.

A CVM entende que atribuir unicamente ao gestor a responsabilidade pela avaliação dos ativos ao valor justo não é adequada, uma vez que cabe ao administrador reconhecer contabilmente os ativos e passivos do fundo de forma a calcular corretamente o seu patrimônio líquido e que, assumindo o gestor a responsabilidade exclusiva pelo valor dos investimentos, este assumiria responsabilidade também por parcela significativa do patrimônio líquido contabilizado.

Ademais, a CVM entende que os mitigadores sugeridos pela ABVCAP e ANBIMA, apesar de parcialmente refletidos no art. 49, § 5º, da Instrução, são importantes, mas não reduzem significativamente o conflito de interesses existente em se atribuir unicamente a responsabilidade ao gestor, uma vez que não mitiga eventual intenção do gestor em apresentar uma boa performance do FIP para outros fins.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares – Centro – Rio de Janeiro - RJ – CEP: 20050-901 – Brasil
Tel.: (21) 3554-8686 - www.cvm.gov.br

RELATÓRIO DE AUDIÊNCIA PÚBLICA SDM Nº 05/2015

61

3.42. Atividades de gestão (art. 34)

A ABVCAP sugere a inclusão, no artigo 34, de novo inciso que permita ao gestor “*executar todas as atividades relacionadas à carteira de investimentos do fundo, incluindo, sem limitação, a aquisição e o monitoramento dos ativos para valorização, a contratação de terceiros, em nome do fundo, para prestação de serviços de consultoria, diligência e assessoria legal, bem como o desinvestimento em linha com a estratégia estabelecida com os investidores nos termos da regulamentação e do regulamento*”.

Entende a ABVCAP que a inclusão do novo inciso ao artigo 34 complementa os poderes já detalhados no artigo em referência, explicitando mais especificamente os poderes do gestor em relação ao exercício de todas as atividades relacionadas à carteira do FIP, incluindo, sem limitação, a aquisição e o monitoramento dos ativos para valorização, bem como desinvestimentos, conforme as disposições previstas na regulamentação e no regulamento.

Com referência ao art. 34, parágrafo único, a ABVCAP sugere que a obrigação de encaminhar a documentação em até cinco dias úteis se dê somente na ausência de previsão específica no regulamento ou nos contratos firmados entre o administrador e o gestor do fundo. Segundo a ABVCAP as operações de investimento e desinvestimento do FIP exigem a adoção de certas formalidades legais, tais como registros em juntas comerciais, cartórios e autoridades governamentais, que muitas vezes superam o prazo definido de cinco dias úteis. Ainda, pondera a ABVCAP, que os FIP poderão realizar investimentos no exterior, transações realizadas em diferentes jurisdições que poderão exigir uma série de formalidades com prazos hoje impossíveis de serem devidamente precisados.

A CVM considerou a sugestão da ABVCAP para o novo inciso do art. 34 parcialmente pertinente e acrescentou novo inciso para prever que o gestor tem poderes para negociar e contratar, representando o fundo, os assessores e consultores que venham a auxiliar o gestor nas atividades de investimento e desinvestimento do FIP. A CVM entende que a aquisição dos ativos já está prevista no art. 34, inciso I, e, sobre as atividades de monitoramento da carteira pelo gestor, o inciso III deste artigo foi alterado de forma a contemplar essa função.

Com referência ao prazo para envio de documentos ao administrador, previsto no art. 34, parágrafo único, a nova Instrução foi alterada em concordância com a sugestão e argumentos apresentados.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares – Centro – Rio de Janeiro - RJ – CEP: 20050-901 – Brasil
Tel.: (21) 3554-8686 - www.cvm.gov.br

RELATÓRIO DE AUDIÊNCIA PÚBLICA SDM Nº 05/2015

62

3.43. Dispensa para a contratação de custódia (art. 37)

A ABVCAP requer que, além da dispensa de contratação de custódia para as ações de companhia fechada ou títulos e valores mobiliários de sociedade limitada, a Instrução também dispense a contratação de custódia para outros ativos que representem até 5% do capital comprometido do fundo e que estejam relacionados às reservas do fundo para fazer frente as suas necessidades de liquidez e pagamento despesas. Ressalta a ABVCAP que a própria Minuta em seu art. 11, § 4º, I, permite somar aos ativos previstos no art. 5º, para fins de enquadramento, os valores destinados ao pagamento de despesas do fundo desde que limitados a 5% do capital subscrito.

O participante argumenta que esse tipo de dispensa trará economia ao FIP e já é praticado para os FII, nos termos do art. 29, § 3º, da Instrução CVM nº 472, de 2008, desde que tais ativos sejam admitidos à negociação em bolsa de valores ou mercado de balcão organizado ou desde que estejam registrados em sistema de registro ou de liquidação financeira autorizado pelo Banco Central do Brasil ou pela CVM.

A ABVCAP e o Spalding sugerem a exclusão, na redação do parágrafo único do art. 37, da exigência para o que administrador preste os serviços de custódia para os ativos dispensados, pois entendem que não haverá custódia na forma regulamentada pela CVM, uma vez que os ativos têm seus lastros evidenciados de forma diferenciada, seja por meio de contrato social registrado na junta comercial ou de livros de registro de ações de transferência de ações.

A sugestão para a dispensa da contratação de custódia para ativos referidos no art. 11, § 4º, I, ou seja, destinados ao pagamento de despesas do fundo no limite de até 5% do capital subscrito foi aceita e refletida na Instrução. Considerando que tais ativos são geralmente mantidos para a liquidez do FIP, necessariamente deverão ter registro em bolsas, balcão ou sistemas de registro nos termos da dispensa permitida aos FII. Entretanto, a redação definitiva da Instrução considera a dispensa de custódia para até 5% do capital subscrito, e não o comprometido, conforme explicado em *box* anteriores.

Com referência a outra sugestão, da ABVCAP e do Spalding, a CVM esclarece que entende não ser pertinente a exclusão, uma vez que o dispositivo em questão visa a atribuir ao administrador responsabilidades e controles que um custodiante terceiro teria que observar, entretanto, dentro das limitações inerentes ao tipo de ativo que será custodiado.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares – Centro – Rio de Janeiro - RJ – CEP: 20050-901 – Brasil
Tel.: (21) 3554-8686 - www.cvm.gov.br

3.44. Conselhos e comitês consultivos (art. 38)

Tendo em vista o art. 18 da Instrução CVM nº 558, de 2015, que traz deveres e vedações aos integrantes de comitês ou órgãos assemelhados que tomem decisões relativas à gestão de recursos em fundos, a ABVCAP sugere a inclusão, na redação deste artigo, de referência a responsabilidade a que os membros desses conselhos e comitês estão sujeitos, conforme regulamentação específica.

A CVM considera a sugestão pertinente, tendo sido refletida no art. 38, § 4º, da Instrução.

3.45. Pagamento de multas pelo administrador e gestor (art. 39, III)

A ABVCAP sugere que o inciso III do art. 39 inclua a possibilidade de o gestor, e não somente o administrador, pagar as multas à CVM em razão de atrasos no cumprimento dos prazos previstos nesta Instrução, caso o gestor seja culpado pelo atraso.

A CVM considera que a sugestão não deve prosperar, tendo em vista que a obrigação do envio de documentos recai sobre o administrador, o qual possui o cadastro no sistema para recebimento de informações da CVM para envio da documentação requerida. Entretanto, nada impede que o contrato assinado entre o administrador e o gestor contemple situações nas quais o gestor deve reembolsar o administrador pelo pagamento de multa, quando, naturalmente, der causa para o fato que enseja a multa.

3.46. Interveniência e anuência do administrador nos acordos firmados pelo gestor (art. 39, IX e art. 40, VII)

A ABVCAP, a ANBIMA e o Barcellos Tucunduva sugerem a exclusão da obrigação da participação do administrador, como interveniente anuente, nos acordos de acionistas firmados pelo gestor das sociedades em que o fundo atue.

A ABVCAP entende ser responsabilidade individual do gestor a assinatura dos contratos e a participação no processo decisório das sociedades investidas, nos termos do próprio art. 34 da Minuta.

A ANBIMA argumenta no sentido de que o administrador não precisa fazer parte do acordo de acionistas para exercer sua função de fiscalizador dos investimentos realizados pelo fundo, até porque o acordo não é a única forma de participação nas decisões das políticas estratégicas das investidas. Ressalta



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares – Centro – Rio de Janeiro - RJ – CEP: 20050-901 – Brasil
Tel.: (21) 3554-8686 - www.cvm.gov.br

RELATÓRIO DE AUDIÊNCIA PÚBLICA SDM Nº 05/2015

64

também a ANBIMA que a possibilidade de o gestor negociar e contratar os ativos do fundo tem por objetivo dar celeridade a estes processos, para que os fundos não percam oportunidades de mercado.

A CVM considerou pertinentes as sugestões e excluiu os dispositivos da Instrução.

No entanto, a CVM ressalta que a exclusão não minimiza as responsabilidades do administrador na supervisão das atividades do gestor enquanto cumpridor das políticas de investimento dos FIP e mantenedor da efetiva influência nas investidas.

3.47. Obrigações do gestor (art. 40)

A ABVCAP sugere que o inciso II deste artigo seja excluído, uma vez que o art. 26, § 3º, da Minuta, já determina a disponibilização de informações e documentos necessários para o exercício do direito de voto pelo cotista.

Com referência aos incisos II e III, a ANBIMA recomenda que seja mantida a previsão da Instrução CVM nº 391, de 2003, de forma que somente os cotistas que, isolada ou conjuntamente, detenham mais 10% das cotas emitidas, é que podem requerer os estudos e análise ali previstos. A ANBIMA cita como argumentos: (i) a Lei das S.A. que prevê como acionista relevante aquele que detém mais de 5% das ações da companhia; e (ii) o fato de que pode ser muito custoso para o administrador e gestor a permissão para que qualquer cotista solicite informações adicionais.

Solicita ainda a ABVCAP que o inciso III deste artigo seja alterado de forma a contemplar que as informações ali previstas devem ser fornecidas aos cotistas nos termos do conteúdo e periodicidade previstos no regulamento, em vez de ser obrigatório o envio sempre que for requerido pelo cotista. A ABVCAP entende que o ajuste é necessário para conferir tratamento equitativo a todos os cotistas quanto ao recebimento de estudos e análises, independente de estes requererem.

A CVM entende não ser pertinente a exclusão do inciso II, como requer a ABVCAP, ou a sua modificação, como requer a ANBIMA, tendo em vista que tal dispositivo complementa o disposto no art. 26, § 3º, pois parte das informações são de responsabilidade do administrador e parte do gestor. Ainda, tal dispositivo trata de informações importantes para a tomada de decisão pelos cotistas em assembleia e deve ser aplicável a todos os cotistas, independentemente do seu percentual de participação no fundo. Cabe ressaltar, também, a diferença de perfil entre os investidores qualificados do FIP e os acionistas de



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares – Centro – Rio de Janeiro - RJ – CEP: 20050-901 – Brasil
Tel.: (21) 3554-8686 - www.cvm.gov.br

varejo de companhias abertas, que justificam a adoção de procedimento diferenciado para o acionista que detém mais de 5% das ações de determinada companhia.

Com referência a alteração sugerida para o inciso III pela ABVCAP, a CVM entende como adequada e a refletiu na Instrução, com o ajuste também das disposições obrigatórias do regulamento, nos termos do inciso IX do art. 9º.

3.48. Renúncia do administrador (art. 42, caput e § 1º)

A ABVCAP sugere que a assembleia delibere não só sobre a substituição do administrador, mas também do gestor em casos de renúncia ou descredenciamento, de forma a alinhar os procedimentos aplicáveis aos dois participantes.

Nos casos de renúncia do administrador, a ABVCAP entende que este deve permanecer em suas funções por até 180 dias. O participante argumenta que o prazo proposto na Minuta, de 90 dias, é insuficiente para a devida identificação de um novo administrador e adequada formalização da transferência. Em se tratando de FIP, a ABVCAP argumenta que o processo envolve diferentes etapas e que a depender da situação do fundo, pode superar os 90 dias propostos na Minuta, colocando o FIP sob pena de liquidação pelo administrador renunciante.

A CVM considerou o pleito pertinente e alterou o caput do art. 42 para contemplar também o gestor.

A CVM entendeu que o pleito sobre o prazo de permanência do administrador também é pertinente e o alterou para 180 dias conforme sugerido pelo participante. Essa alteração tem como propósito assegurar uma adequada transição da administração do fundo em casos de renúncia e evitar a sua liquidação antecipada e precipitada, pois, dadas as características particulares dos investimentos do FIP, como, por exemplo, a ausência de liquidez, uma venda forçada poderia prejudicar os cotistas.

3.49. Vedação para o pagamento de seguro contra perdas financeiras de cotistas (art. 43, VII)

A ANBIMA solicita esclarecimentos quanto ao alcance deste dispositivo, o qual veda a utilização de recursos do fundo para pagamento de seguro contra perdas financeiras de cotistas.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares – Centro – Rio de Janeiro - RJ – CEP: 20050-901 – Brasil
Tel.: (21) 3554-8686 - www.cvm.gov.br

RELATÓRIO DE AUDIÊNCIA PÚBLICA SDM Nº 05/2015

66

O participante entende que determinados seguros típicos da indústria, como D&O e ambientais, trazem proteção a perdas financeiras dos cotistas, mas a vedação se aplica somente para seguros que venham a garantir rentabilidade dos cotistas, não incluindo os seguros citados.

A CVM esclarece que o seguro tipo “D&O”, conforme exemplo fornecido pelo participante, deve ser encargo da sociedade investida do FIP, uma vez que se trata de despesa diretamente associada aos administradores dessa sociedade.

Quanto ao seguro ambiental, o exemplo do participante não traz detalhes, entretanto, a CVM vislumbra a possibilidade de o fundo, para proteger seus cotistas, contratar seguro para mitigar o impacto de eventual contingência não coberta por seguro ambiental que já tenha sido contratado pela sociedade investida.

Por fim, a CVM esclarece que a vedação do dispositivo tem como objetivo impedir que o administrador utilize recursos do fundo para assegurar retornos predeterminados aos cotistas, por meio da contratação de seguros. O dispositivo não impede que o FIP contrate seguros para fins de proteção patrimonial, como, por exemplo, para se proteger de contingências que, na avaliação do administrador ou gestor, possam vir a prejudicar os cotistas. Entretanto, a CVM ressalta que o administrador deve sempre avaliar se o seguro é elegível para o FIP ou se, dadas as características, deve ser arcado pela sociedade investida.

3.50. Conflitos de interesse (art. 44, parágrafo único)

Considerando o disposto no parágrafo único do art. 44, o qual veda a realização de operações, pelo fundo, em que este figure como contraparte das pessoas mencionadas no inciso I (administrador e gestor entre outros), bem como de outros fundos de investimento ou carteira de valores mobiliários administrados pela administradora ou pela gestora, a ANBIMA sugere a seguinte ressalva:

“§ 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



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares – Centro – Rio de Janeiro - RJ – CEP: 20050-901 – Brasil
Tel.: (21) 3554-8686 - www.cvm.gov.br

RELATÓRIO DE AUDIÊNCIA PÚBLICA SDM Nº 05/2015

67

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”.

Segundo a ANBIMA essa sugestão visa a possibilitar o investimento do fundo 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 CVM nº 531, de 6 de fevereiro de 2013; e (iv) por fim, a Instrução CVM nº 391, de 2003, 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.

Destaca o participante que os pontos observados durante a audiência pública da Instrução nº 472 da CVM, destacando: (a) que a Instrução CVM nº 555, de 2014, permite a aquisição de cotas de fundos de investimento administrados pela própria instituição administradora; e (b) a Deliberação CVM nº 642, de 7 de outubro de 2010, que trata do Pronunciamento Técnico CPC 05 (R1) sobre divulgação de partes relacionadas para fins de demonstrações financeiras, a qual não considera partes relacionadas duas entidades pelo fato de possuírem administrador ou outro membro do pessoal chave da administração em comum. Da mesma forma, a ANBIMA lembra que para fins da Instrução CVM nº 438, 12 de julho de 2006, 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.

Ressalta também a ANBIMA o disposto no art. 17, § 1º, da Instrução CVM nº 558, de 2015, 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. O participante reforça que essa é a prática adotada para os fundos regulados pela Instrução CVM nº 555, de 2014, 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.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares – Centro – Rio de Janeiro - RJ – CEP: 20050-901 – Brasil
Tel.: (21) 3554-8686 - www.cvm.gov.br

RELATÓRIO DE AUDIÊNCIA PÚBLICA SDM Nº 05/2015

68

Relembra a ANBIMA que com relação aos fundos espelhos, a CVM já se manifestou indicando que não há conflito de interesses na estrutura de **master-feeder**, pois no relatório da audiência pública que originou a Instrução CVM nº 555, de 2014, a Autarquia 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”*.

O Spalding, em linha com a sugestão da ANBIMA, recomenda que seja permitido ao FIP aplicar em fundos do administrador ou do gestor para fins de gestão de caixa.

A CVM considera pertinentes as ponderações e sugestões dos participantes. A redação do art. 44, § 2º, da nova Instrução abarca as situações e preocupações descritas pela ANBIMA e pelo Spalding.

3.51. Despesas com custódia (art. 45, X)

A ANBIMA solicita esclarecimentos sobre o entendimento de que a taxa de custódia do FIP poderá ser considerada como um encargo do fundo e não subtraída da taxa de administração, tendo em vista o disposto no art. 45, X, da Minuta.

A ANBIMA destaca que durante a Audiência Pública da Instrução CVM nº 555, de 2014, o seu pleito foi atendido no sentido de se permitir que a taxa de custódia seja considerada como encargo do fundo, desde que conste de seu regulamento a taxa máxima cobrada, e que qualquer aumento nessa taxa seja precedido de aprovação dos cotistas reunidos em assembleia geral.

Nessa mesma audiência a ANBIMA ressaltou 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.

A CVM esclarece que o art. 45, X, da Minuta possui a mesma redação do disposto no art. 132, IX, da Instrução CVM nº 555, de 2014, e que, sendo assim, a interpretação é a mesma, ou seja, de que a taxa de custódia pode constituir encargo do fundo, além das remunerações do administrador e gestor.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares – Centro – Rio de Janeiro - RJ – CEP: 20050-901 – Brasil
Tel.: (21) 3554-8686 - www.cvm.gov.br

Nesse sentido, o art. 9º, VIII, foi alterado para contemplar, também, o disposto no art. 44, inciso IX, da Instrução CVM nº 555, de 2014, de forma a que o regulamento disponha sobre a taxa máxima de custódia, expressa em percentual anual do patrimônio líquido do fundo.

3.52. Encargos do fundo (art. 45)

A ABVCAP e o Barcellos Tucunduva sugerem a inclusão das seguintes despesas que deverão estar expressamente previstas como encargos do FIP, pois são relacionadas as suas atividades:

“XVII – gastos e despesas com a contratação de assessores ou consultores para a realização da avaliação dos ativos que compõem a carteira do fundo;

“XVIII – despesas relativas a contratação de assessores legais, além de outros consultores contratados no âmbito de operações de compra e venda de ativos envolvendo o fundo;”

Adicionalmente, a ABVCAP sugere o reconhecimento da possibilidade de o regulamento do FIP prever outras despesas que não estejam expressamente previstas na Minuta, desde que diretamente ligadas aos investimentos do FIP, conforme abaixo:

“XIX – outras despesas que sejam atribuíveis ao fundo, conforme estabelecido pelo regulamento.”

A ABVCAP argumenta que os FIP são destinados a investidores qualificados, os quais possuem certo nível de sofisticação e conhecimento sobre o mercado de capitais e têm a capacidade de, quando de sua decisão de investimento, analisar o regulamento dos FIP nos quais investem para entender e avaliar se concordam com as despesas que lhe serão imputadas.

Ainda, segundo a ABVCAP, esses cotistas são capazes de analisar as informações contábeis do FIP, onde consta detalhamento das despesas imputadas, e, quando da aprovação das demonstrações financeiras, os cotistas poderão se manifestar sobre a concordância ou não com a imputação de valores ao FIP, conforme o previsto nos respectivos regulamentos com os quais concordaram quando da realização do investimento e/ou aquisição de cotas de FIP.

A ABVCAP ressalta que o que se propõe é que somente despesas atribuíveis ao FIP possam ser previstas em regulamento, ou seja, somente encargos diretamente ligados aos investimentos em ativos



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares – Centro – Rio de Janeiro - RJ – CEP: 20050-901 – Brasil
Tel.: (21) 3554-8686 - www.cvm.gov.br

RELATÓRIO DE AUDIÊNCIA PÚBLICA SDM Nº 05/2015

70

poderão ser incluídos no rol a ser incluído no regulamento, não sendo esta permissão uma oportunidade para repasse de custos ordinários do administrador ou gestor, conforme o caso, aos cotistas do FIP.

A ANBIMA, em linha com a sugestão da ABVCAP e do Barcellos Tucunduva para o inciso XVIII, sugere que caso o fundo avalie seus investimentos ao valor justo com base em laudo de avaliação de terceiros, tal custo possa ser considerado como encargo do FIP.

Os comentários referentes às sugestões para os incisos XVII e XVIII são pertinentes, porém, a CVM entende que todos os encargos sugeridos por ambos se encontram previstos no âmbito do art. 45, inciso XI, o qual prevê a contratação de terceiros para prestar serviços legais, fiscais, contábeis e de consultoria especializada, dentro dos limites estabelecidos no regulamento.

Assim, o FIP, na pessoa de seu administrador ou gestor, pode contratar assessores ou consultores, seja para efetuar a avaliação de ativos ou em conexão com as operações de compra e venda de investimentos.

A CVM considera que não é pertinente a sugestão da ABVCAP de se incluir a possibilidade de o regulamento prever quaisquer outras despesas não previstas como encargos, tendo em vista que tal prerrogativa deixaria a possibilidade de o regulamento dispor, eventualmente, de forma genérica sobre gastos adicionais. Ainda, a CVM destaca o disposto no art. 45, § 1º, da Instrução, que já reconhece que o público do FIP é diferenciado, se comparado com os demais fundos da indústria, e permite que os cotistas, reunidos em assembleia geral, deliberem por constituir novos encargos ao fundo, além daqueles descritos na Instrução.

3.53. Prazo para envio das demonstrações contábeis e confidencialidade do valor justo (art. 46)

A ANBIMA e a ABVCAP sugerem que o prazo para envio das demonstrações contábeis, previsto no artigo 46, inciso III, da Minuta, seja de 150 dias em vez dos 120 dias propostos.

Ainda, solicitam a ANBIMA, a ABVCAP e o Barcellos Tucunduva que os FIP que possuam investimentos avaliados ao valor justo possam ocultar o seu valor e percentual sobre o patrimônio líquido, quando da divulgação da composição da carteira e das demonstrações contábeis, informando somente a identificação e quantidade, caso a divulgação desse valor possa resultar em prejuízo para o FIP e seus cotistas. Ressaltam os participantes que os cotistas receberiam os detalhes ocultados do público em geral.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares – Centro – Rio de Janeiro - RJ – CEP: 20050-901 – Brasil
Tel.: (21) 3554-8686 - www.cvm.gov.br

RELATÓRIO DE AUDIÊNCIA PÚBLICA SDM Nº 05/2015

71

A ANBIMA sugere que as informações ocultadas devem ser divulgadas no prazo máximo de 6 meses para fundos em período de investimento e 12 meses para fundos em período de desinvestimento. A ABVCAP e o Barcellos Tucunduva sugerem um período fixo de 12 meses. Ainda, destaca a ANBIMA que os fundos que tenham cotas admitidas a negociação não poderiam omitir informações.

O Barcellos Tucunduva argumenta que a carteira dos FIPs é geralmente composta por ativos que não possuem cotação de mercado e cuja avaliação depende de uma série de fatores e que, 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.

A ANBIMA e também a ABVCAP destacam, primeiramente, que a própria sistemática de regulação e transparência da indústria de FIP traz uma desvantagem na adoção do mecanismo de precificação em comparação ao restante do mundo. Os participantes ressaltam que embora a transparência em fundos seja de grande valia para a indústria nacional é necessário reconhecer as peculiaridades da indústria de *private equity*, com ativos ilíquidos, cuja precificação é um dos principais temas de negociação da indústria onde 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, ressalta a ANBIMA que 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 e que, conseqüentemente, ter o preço disponibilizado 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.

A ANBIMA argumenta 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. Destaca o participante que durante as tratativas que envolvem a aquisição 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 ou sobre a companhia objeto, de forma a que terceiros não vinculados ao negócio possam acessar essas informações e, nesse sentido, a operação geralmente envolve vários meses



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares – Centro – Rio de Janeiro - RJ – CEP: 20050-901 – Brasil
Tel.: (21) 3554-8686 - www.cvm.gov.br

RELATÓRIO DE AUDIÊNCIA PÚBLICA SDM Nº 05/2015

72

e engloba a realização de diligências jurídica, contábil e financeira, além de envolver longa negociação acerca de responsabilidades e obrigações.

Menciona ainda a ANBIMA que a indústria internacional de *private equity* já atua com a utilização do valor justo nos reportes para seus investidores e 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 a ANBIMA veja a adoção do valor justo como prática internacional, entende que a divulgação de tais informações em **website** público e acessível para qualquer pessoa vai de encontro à confidencialidade típica desta informação, afirmando 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.

Destaca também a ANBIMA que, embora a CVM esteja sujeita à Lei 12.527 – Lei de Acesso a 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, a ANBIMA destaca os arts. 22 e seguintes da LAI que tratam de hipóteses onde determinadas informações podem ser mantidas em sigilo e o Decreto 7.724/12, que regulamenta a LAI e é explícito, em seu art. 5º, § 2º, a 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, ressalta a ANBIMA 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*”, entendendo que o pleito acima não restaria prejudicado pelo fato de a CVM sujeitar-se à LAI.

A ANBIMA cita, também, a experiência do Conselho Administrativo de Defesa Econômica – CADE, 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



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares – Centro – Rio de Janeiro - RJ – CEP: 20050-901 – Brasil
Tel.: (21) 3554-8686 - www.cvm.gov.br

RELATÓRIO DE AUDIÊNCIA PÚBLICA SDM Nº 05/2015

73

possibilita que cada regulado possa, adicionalmente às informações já caracterizadas como sigilosas, solicitar a não divulgação de determinadas informações.

Destaca a ANBIMA que a CVM 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 CVM nº 555, de 2014, que permite a omissão de identificação e quantidade de ativos que compõem a carteira de fundos, com o destaque 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.

A CVM não considera pertinente ocultar por 6 a 12 meses uma informação que, no momento da publicação das demonstrações contábeis auditadas, deverá se tornar pública, pois com base nas práticas contábeis aplicáveis aos FIP, toda e qualquer informação relevante deve ser apresentada, no mínimo, em notas explicativas e o valor justo dos investimentos é, provavelmente, a informação mais relevante para o FIP.

Não encontra amparo no arcabouço contábil a publicação de duas demonstrações contábeis: uma ao público em geral com a ocultação do valor justo das investidas; e outra aos cotistas contendo tal informação.

Ainda, a utilização da fase de investimento ou desinvestimento de um fundo, como proposto pela ANBIMA, é de difícil avaliação e aferição, uma vez que um mesmo fundo pode estar em estágios diferentes para cada investida que compõe a sua carteira.

Destaca a CVM que a sugestão de alguns participantes no sentido de ampliar o prazo para entrega das demonstrações contábeis auditadas do FIP de 120 para 150 dias foi acatada. Com isso, ao se comparar a publicidade das informações dos fundos regidos pela Instrução CVM nº 555, de 2014, os FIP já contam com um prazo mais dilatado (150 dias ao invés de 90) para a publicação das demonstrações contábeis contendo o valor justo dos investimentos. A CVM reforça, também, que os FII possuem exigência de divulgação do valor justo de seus investimentos, quando aplicável, e que as demonstrações contábeis auditadas desses fundos são publicadas em até 90 dias da data do encerramento do seu exercício, nos termos da Instrução CVM nº 489, de 2011.

Com referência aos comentários da ANBIMA sobre os prejuízos na negociação do investimento, a CVM acredita que não resta prejudicada a operação do FIP, uma vez o valor justo será divulgado com certa defasagem em relação à data de sua avaliação, o que implica que podem ocorrer fatos que alterem



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares – Centro – Rio de Janeiro - RJ – CEP: 20050-901 – Brasil
Tel.: (21) 3554-8686 - www.cvm.gov.br

esse valor entre a sua divulgação e a negociação de fato. Ainda, em uma negociação, esse valor divulgado será apenas uma das fontes informações a que a parte compradora terá acesso com o propósito de realizar a sua própria avaliação. O gestor do FIP, dependendo das perspectivas do negócio, e de forma contrária aos argumentos apresentados, poderá até utilizar esse valor como um piso, e não como um teto, para as futuras negociações.

Destaca esta Autarquia que além de outros fundos, incluindo os FII, que já divulgam do valor justo de seus investimentos, as companhias abertas que se enquadrem como entidades de investimento, conforme as regras contábeis aplicáveis, também devem avaliar e divulgar seus investimentos a valor justo. Assim, a CVM entende que deve ser sempre preservada a natureza pública das informações prestadas pelos participantes, incluindo as dos FIP, pois o ônus dessa exposição pública pode ser amplamente compensado pelo benefício de se utilizar o mercado de capitais para obter recursos visando retornos diferenciados.

Por fim, a Instrução passou a prever que o prazo de 150 dias para o envio da composição da carteira do fundo ocorra semestralmente com base no seu exercício social de forma a alinhar os prazos desse demonstrativo com o das demonstrações contábeis anuais. Com isso, o valor justo dos investimentos no encerramento do exercício poderá ser divulgado ao mesmo tempo da divulgação da composição da carteira.

3.54. Envio de demonstrativo com os encargos debitados ao fundo (art. 46, III, “c”)

A ABVCAP requer a exclusão da previsão de envio deste documento, sob o argumento de que essas informações estão contidas nas demonstrações contábeis auditadas do FIP e que a proposta de exclusão pretende favorecer a divulgação de informações aos cotistas de forma unificada.

A CVM considera a sugestão pertinente e excluiu o dispositivo. Alternativamente, a Instrução contábil passou a requer explicitamente a divulgação dessas informações nas notas explicativas às demonstrações contábeis do FIP.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares – Centro – Rio de Janeiro - RJ – CEP: 20050-901 – Brasil
Tel.: (21) 3554-8686 - www.cvm.gov.br

RELATÓRIO DE AUDIÊNCIA PÚBLICA SDM Nº 05/2015

75

3.55. Duração do exercício do FIP (art. 48, parágrafo único) e dispensa de auditoria nos primeiros 90 dias de atividade (art. 50, parágrafo único)

A ABVCAP sugere a alteração do dispositivo de forma a esclarecer que o primeiro e último exercício do FIP podem ter períodos que não sejam de 12 meses e, ainda, que o primeiro exercício pode ser superior a 12 meses.

Em seu argumento, entende a ABVCAP que como o fundo pode encerrar as atividades ou iniciá-las no meio de um exercício, o primeiro e último poderão ter prazo inferior a 12 meses. Ainda, entende a ABVCAP que com a dispensa para a auditoria nos primeiros 90 dias do fundo, prevista no art. 50, parágrafo único, o FIP poderá ter seu primeiro exercício com prazo de duração de até 15 meses.

O Sr. João Santos sugere que possa ser considerada a apresentação da demonstração da evolução do patrimônio líquido referente às primeiras demonstrações financeiras auditadas do Fundo, compreendendo o período desde o início de suas atividades até o final do segundo exercício social. Período este que não poderá ser superior a 15 meses e afirma que esse procedimento já vem sendo adotado e aceito por outros reguladores internacionais.

A CVM esclarece, primeiramente, que não é obrigatório, em casos de início das atividades do FIP ou o seu término, que o exercício tenha duração de 12 meses e, assim, foi incluído o § 2º ao art. 48 com o intuito de esclarecer a dúvida apresentada pela ABVCAP.

A ABVCAP e o Sr. João Santos sugerem que o primeiro exercício do fundo pode ter até 15 meses de duração, uma vez que é dispensada a auditoria para os primeiros 90 dias de operação do fundo. Nesse sentido, a CVM esclarece que não há possibilidade de o primeiro exercício, ou qualquer outro, durar mais do que 12 meses. A dispensa do art. 50, parágrafo único, da Minuta, trata da possibilidade de não se auditar o fundo caso ele tenha menos de 90 dias em atividade na data do encerramento do primeiro exercício, ou seja, mesmo não se auditando o FIP a elaboração e divulgação das suas demonstrações contábeis seria obrigatória para o exercício encerrado em período de até 90 dias.

Entretanto, as sugestões dos participantes levaram a uma reflexão mais ampla da CVM sobre a utilidade de se apresentar demonstrações contábeis não auditadas para o FIP no primeiro exercício de até 90 dias. Entre outros fatores, a CVM considerou que o ciclo operacional do FIP é superior ao de outros fundos, o que não traz prejuízo significativo a ausência de envio das primeiras demonstrações. Assim, esta Autarquia optou pela dispensa de envio das demonstrações contábeis do FIP para o primeiro



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares – Centro – Rio de Janeiro - RJ – CEP: 20050-901 – Brasil
Tel.: (21) 3554-8686 - www.cvm.gov.br

RELATÓRIO DE AUDIÊNCIA PÚBLICA SDM Nº 05/2015

76

exercício, caso este não seja superior a 90 dias e caso o fundo tenha optado por não auditar as correspondentes demonstrações, conforme disposto no art. 50, § 2º, inciso I, da nova Instrução.

Por fim, a CVM esclarece que, nos termos do disposto no novo art. 50, § 2º, II, da Instrução, ao divulgar as demonstrações contábeis auditadas para o segundo exercício o auditor deve opinar sobre os dois exercícios.

3.56. Envio de documentos aos cotistas e à CVM (art. 51)

A ABVCAP sugere que os incisos deste artigo sejam segregados entre informações que devem ser enviadas somente aos cotistas e outras enviadas à CVM para se tornarem públicas. A ABVCAP defende que a sua sugestão visa preservar o direito de acesso à informação dos cotistas e atende às preocupações dos administradores e gestores sobre divulgação de informações detalhadas sobre determinados assuntos de caráter confidencial e sensível.

Nos termos da proposta da ABVCAP os documentos seriam apresentados aos cotistas ou à CVM como se segue:

Cotistas:

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

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

III – até 8 (oito) dias após sua ocorrência, a ata da assembleia geral; e

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

CVM:

I – no mesmo dia de sua realização, o sumário das decisões tomadas na assembleia geral ordinária ou extraordinária, caso as cotas do fundo estejam liberadas à negociação em mercados organizados; e



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares – Centro – Rio de Janeiro - RJ – CEP: 20050-901 – Brasil
Tel.: (21) 3554-8686 - www.cvm.gov.br

RELATÓRIO DE AUDIÊNCIA PÚBLICA SDM Nº 05/2015

77

II – o prospecto, o material publicitário e os anúncios de início e de encerramento de oferta pública de distribuição de cotas, conforme aplicável, nos prazos estabelecidos em regulamentação específica.

Parágrafo único. Sem prejuízo do disposto no caput, deverão ser comunicados à CVM, no prazo de até 8 (oito) dias contados de sua deliberação em assembleia geral, os seguintes atos relativos ao fundo:

I – alteração do regulamento;

II – substituição do administrador;

III – fusão;

IV – incorporação;

V – cisão;

VI – liquidação; e

VII – distribuição de novas cotas.”

Adicionalmente, conforme observado na proposta acima, a redação do inciso II seria alterada para “liberadas para negociação” em vez de “admitidas à negociação”.

A CVM entende que a sugestão de segregar informações para os cotistas e outras para a CVM não é pertinente. O **box** do item 3.51 apresenta os argumentos desta Autarquia no sentido de se preservar a publicidade de informações no âmbito dos participantes do mercado de capitais, haja vista que as emissões de cotas, mesmo de forma restrita, são consideradas ofertas públicas nos termos da Lei nº 6.385, de 1976.

Entende-se, ainda, que não cabe a omissão de informações para a CVM, tendo em vista o prejuízo as suas atividades de supervisão.

Por fim, a sugestão de alteração na redação do inciso II proposta pela ABVCAP também não foi considerada pertinente, pois geraria dúvidas sobre se o fato de as cotas serem admitidas à negociação já seria suficiente ou não para a publicidade das informações.

3.57. Divulgações em caso de alteração material no valor justo (art. 52)

Primeiramente, a ABVCAP e a ANBIMA sugerem a alteração na redação, de forma que as informações requeridas sejam necessárias somente caso ocorra uma alteração material no valor justo total da carteira de investimentos, e não caso ocorra alteração material no valor justo de investimentos do FIP.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares – Centro – Rio de Janeiro - RJ – CEP: 20050-901 – Brasil
Tel.: (21) 3554-8686 - www.cvm.gov.br

RELATÓRIO DE AUDIÊNCIA PÚBLICA SDM Nº 05/2015

78

Argumenta a ABVCAP que a alteração no valor justo será relevante para o FIP e seus cotistas se representar um impacto importante no valor total da carteira e não no investimento individualmente.

A ABVCAP também solicita que o inciso I “b” passe a exigir o efeito da nova avaliação somente sobre o patrimônio do fundo no encerramento do trimestre anterior, em vez de se exigir a divulgação do efeito sobre o resultado do exercício e patrimônio líquido de forma genérica. O participante sustenta que há um impedimento prático de se divulgar o impacto sobre o resultado, uma vez que esse só é apurado no fim do exercício.

A ANBIMA sugere a exclusão do inciso I “b” e a alteração do prazo de entrega das informações para cinco dias úteis, ao invés de dias corridos como consta da Minuta.

Em seguida, a ABVCAP e ANBIMA sugerem a alteração do inciso II do artigo 52, no sentido de que a auditoria de novas demonstrações contábeis seja exigida somente nos casos em que a alteração material no valor justo total da carteira supere 50% do patrimônio e: (i) caso seja realizada emissão de cotas para novos cotistas; ou (ii) por deliberação de assembleia, desde que convocada pelos cotistas, após o recebimento do relatório emitido pelo administrador e gestor previsto no inciso I “a” do mesmo artigo. Na ocorrência dessas situações, os participantes recomendam que os fundos admitidos à negociação tenham as suas cotas bloqueadas e, nas negociações fora de bolsa, caberá ao atual cotista (vendedor) garantir que o novo cotista ateste que teve conhecimento da alteração material do valor justo.

A ABVCAP sustenta que como os cotistas do FIP são investidores qualificados, em casos de variação no valor justo dos investimentos, estes deverão ser capazes de processar, analisar e avaliar as informações que lhe forem enviadas pelo gestor ou administrador, conforme o caso. Argumenta o participante que a realização da referida auditoria não deveria ser obrigatória na medida em que a contratação de um auditor independente para elaborar parecer sobre as demonstrações contábeis especialmente elaboradas implica num custo adicional relevante para o FIP, o qual não é necessariamente sempre acompanhado de um benefício da mesma monta para os cotistas.

A ANBIMA afirma 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 auditada. Argumenta a ANBIMA que o percentual sugerido de 50% visa a 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.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares – Centro – Rio de Janeiro - RJ – CEP: 20050-901 – Brasil
Tel.: (21) 3554-8686 - www.cvm.gov.br

A CVM considerou as sugestões parcialmente pertinentes.

A CVM não considera pertinente definir um percentual para a alteração material referida no art. 52 da Minuta, uma vez que a materialidade dos fundos deve variar de acordo com o entendimento do administrador ou do gestor sobre quais assuntos que são relevantes para cada FIP.

Com referência a uma das preocupações da ABVCAP, a CVM esclarece que devem ser consideradas as alterações no valor justo que venham a impactar materialmente o patrimônio líquido do FIP e, assim, alterou o **caput** do art. 52 da Instrução.

Com referência à exigência das demonstrações auditadas somente em casos de emissão de cotas para novos cotistas ou por meio de solicitação dos cotistas reunidos em assembleia, a CVM considera pertinente e promoveu ajustes na redação para refletir parcialmente a sugestão na nova Instrução. A nova redação deixa claro que a aprovação em assembleia deve se dar por meio da maioria das cotas presentes e, também, adiciona a obrigatoriedade de elaboração das demonstrações nos casos em que as cotas sejam admitidas à negociação em mercados organizados, além da obrigação em casos de emissão de novas cotas, ainda que para os mesmos cotistas.

Sobre as sugestões de se excluir a possibilidade de divulgação do efeito no resultado do exercício e patrimônio líquido, a CVM entende que não deve prosperar. Nesse sentido a CVM destaca que a redação do inciso I, alínea “b”, do art. 52, foi alterada de forma a esclarecer que o efeito da nova avaliação será apurado sobre o resultado do exercício e patrimônio líquido do fundo apurados de forma intermediária.

3.58. Infração grave (art. 55)

A ANBIMA requer que as violações aos arts. 46, 51 e 52 não sejam consideradas infrações graves. Ainda, sugere a ANBIMA que não deve ser considerado infração grave a violação ao disposto no art. 4º quando as cotas do fundo estiverem admitidas à negociação em mercado organizado.

Sobre a exclusão dos arts. 46, 51 e 52 como infração grave, o participante argumenta que para a entrega das informações se faz necessário o recebimento de informações de terceiros, principalmente para a finalização das demonstrações contábeis auditadas. Além disso, ressalta a ANBIMA que as demais instruções não incluem tais itens no rol de infrações graves e, nesse aspecto, entende que é importante a



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares – Centro – Rio de Janeiro - RJ – CEP: 20050-901 – Brasil
Tel.: (21) 3554-8686 - www.cvm.gov.br

RELATÓRIO DE AUDIÊNCIA PÚBLICA SDM Nº 05/2015

80

comparação, entre as normas de fundos atualmente vigentes, do que se enquadra como infração grave à legislação. Destaca a ANBIMA que o FIP 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.

A ANBIMA ressalta que 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 e que, por esse motivo, propõe a ressalva quanto à violação ao art. 4º.

Em relação à infração grave relacionada ao art. 5º, a ANBIMA solicita 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) e, 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.

A CVM não considerou pertinente a sugestão de se excluir a violação aos arts. 46, 51 e 52, pois entendeu que a ausência na divulgação de informações é particularmente sensível para os FIP, uma vez que este tipo de fundo não conta com a mesma quantidade de informações exigidas para outros fundos e, também, a mesma regularidade no envio dessas informações (ex: informes mensais de FII, FIDC e FI). Ainda, a CVM vem observando, notadamente para os FIP, uma baixa qualidade na divulgação de informações, incluindo a divulgação de minutas de documentos no lugar das suas versões finais, e reiterados atrasos por parte de alguns participantes.

Com referência à violação ao disposto no art. 4º, a CVM entende que não há necessidade de inclusão de ressalvas caso as cotas sejam negociadas, uma vez que a regulamentação aplicável já endereça automaticamente a observância ao disposto no referido artigo ao intermediário.

Quanto à solicitação de esclarecimentos da ANBIMA, a CVM entende que a dúvida não é mais aplicável, tendo em vista as modificações promovidas na nova Instrução.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares – Centro – Rio de Janeiro - RJ – CEP: 20050-901 – Brasil
Tel.: (21) 3554-8686 - www.cvm.gov.br

RELATÓRIO DE AUDIÊNCIA PÚBLICA SDM Nº 05/2015

81

3.59. Adaptação à nova Instrução (art. 58)

Prazo de adaptação

Primeiramente, a ABVCAP, a ANBIMA e o Barcellos Tucunduva requerem a ampliação do prazo para a adaptação dos FIP de seis para doze meses, sob o argumento de que há um estoque relevante de FIP e que as alterações demandarão tempo para serem refletidas nas operações e regulamentos dos FIP.

Ressalta a ABVCAP que os administradores e gestores que tenham a intenção de adotar algumas das flexibilidades permitidas pela nova regulamentação (especialmente no tocante aos novos ativos que poderão compor a carteira de determinados FIP) deverão educar os seus investidores sobre os benefícios e riscos envolvidos em eventual mudança na política de investimento dos FIP e, na sequência, caso seja do seu interesse, negociar eventuais alterações. Lembra o participante que, por exemplo, muitos investidores institucionais tais como fundos fechados de previdência complementar e fundos de previdência social, instituídos pela União, Estados, Distrito Federal e Municípios, são cotistas de FIP os quais estarão sujeitos às alterações e, nesses casos, eventuais alterações na política de investimento dos FIP carecem de negociação no âmbito de suas diretorias, o que envolve a necessidade de tempo para que os gestores consigam realizar a referida educação e formalização legal de forma completa e informativa.

Em seguida, a ABVCAP solicita a inclusão de dispositivo para prever que quando da publicação da Instrução os FIP e os FMIEE que estejam em processo de distribuição pública de cotas, registrada ou dispensada de registro, não necessitam se adaptar imediatamente às suas disposições, atendendo, assim, o prazo de adaptação de 12 meses.

A ABVCAP sugere que sejam permitidos aos FMIEE em funcionamento, que se transformarão em FIP, a manutenção sem prazo determinado de seus investimentos da forma como originalmente permitidos, sem a necessidade de adaptação desses investimentos às novas regras, principalmente no tocante a exigência de influência significativa na gestão. O participante argumenta que sempre que a CVM promove reformas significativas na regulamentação, muito se discute sobre o tratamento a ser dado aos fundos e investimentos realizados com amparo na regulamentação alterada e que, no âmbito da edição da Instrução CVM 555 foram permitidas a manutenção de ativos anteriores na carteira até a sua data de vencimento ou 180 dias no caso de ativos sem vencimento. A ABVCAP reforça que os FMIEE estarão sujeitos a situação semelhante, ou seja, ainda que anteriormente autorizados a investirem em determinados ativos, deixarão de ser autorizados a realizar determinados investimentos, porém, entende que a alienação de empresas fechadas é um processo lento, trabalhoso e que demanda rigoroso



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares – Centro – Rio de Janeiro - RJ – CEP: 20050-901 – Brasil
Tel.: (21) 3554-8686 - www.cvm.gov.br

RELATÓRIO DE AUDIÊNCIA PÚBLICA SDM Nº 05/2015

82

planejamento e que o cenário político-econômico também afeta, de forma relevante, a viabilidade e o resultado final do processo de alienação de uma empresa fechada.

A ANBIMA recomenda que a Instrução dispense expressamente os FMIEE em funcionamento, quando de sua adaptação, de observarem o disposto nos arts. 6º e 8º, desde que não realizem novos investimentos.

A CVM considera as sugestões pertinentes e as alterações foram refletidas nos dispositivos específicos.

Assim, quando o FMIEE se adaptar às disposições da nova Instrução poderá continuar a não influenciar na gestão da investida existente na data de publicação da Instrução, bem como estará dispensado de adotar as práticas de governança previstas no art. 8º para essa investida, ressalvado o cumprimento do art. 8º, inciso VI, da Instrução, uma vez que a auditoria dessa companhia investida já é requerida nos termos da Instrução CVM nº 209, de 1994.

Por fim, a CVM reforça que poderão ser realizados novos aportes nessas companhias investidas, mas que o FMIEE adaptado não poderá prorrogar seu prazo de duração, exceto se atender ao requisito de efetiva influência na investida e se esta passar a seguir os requisitos de governança previstos na nova Instrução.

Alterações no regulamento para promover as adaptações da nova Instrução

A ABVCAP requer a modificação do art. 58, § 4º, de forma a que seja necessária a aprovação por unanimidade dos cotistas reunidos em assembleia, caso a alteração do regulamento para incluir prerrogativas ou ampliar limites nos termos facultados pela nova Instrução exija alterações na política de investimentos do FIP. O participante argumenta que os investidores escolhem os FIP com quais subscreverão e/ou adquirirão cotas com base na sua política de investimentos e, com o objetivo de se promover a estabilidade do mercado e evitar surpresa por parte dos investidores, entende que ajustes dessa política somente poderão ser realizados após aprovação unânime dos cotistas presentes em assembleia sob pena de um investidor se ver exposto a um risco que não estava disposto a correr.

A ANBIMA gostaria de esclarecer o entendimento de que as alterações necessárias para adaptação a nova instrução não necessitarão de aprovação em assembleia geral, pois, caso contrário é possível que



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares – Centro – Rio de Janeiro - RJ – CEP: 20050-901 – Brasil
Tel.: (21) 3554-8686 - www.cvm.gov.br

RELATÓRIO DE AUDIÊNCIA PÚBLICA SDM Nº 05/2015

83

em alguns fundos não haja quórum ou que as alterações não sejam aprovadas e, nesses casos, entende que o administrador e o gestor não podem sofrer penalidades.

A CVM considera a sugestão pertinente e refletiu na nova redação do dispositivo.

Sobre a dúvida reportada pela ANBIMA, a CVM esclarece que, nos termos do disposto no art. 58, § 4º, da Minuta (atual art. 58, § 5º, da nova Instrução), a adaptação necessária ao regulamento para fazer cumprir o disposto na nova Instrução não necessita de assembleia. Entretanto, a CVM ressalta que será sim necessária a assembleia geral de cotistas nos casos em que o fundo deseje se utilizar das dispensas facultadas na nova Instrução ou ampliar os seus limites de investimento, tais como, por exemplo, investir no exterior ou em sociedades limitadas.

Rio de Janeiro, 30 de agosto de 2016

Original assinado por

ANTONIO CARLOS BERWANGER

Superintendente de Desenvolvimento de Mercado