



BENZECRY & PITTA
Advocacia Especializada

Rio de Janeiro, 16 de março de 2016

À

Superintendência de Normas Contábeis e Auditoria - SNC

Comissão de Valores Mobiliários – CVM

Rua Sete de Setembro, nº 111 / 27º andar

Rio de Janeiro – RJ, CEP 20050-901

Via email: audpublicaSNC0315@cvm.gov.br

Ref.: Edital de audiência pública SNC nº 03/15, que tem por objeto debater a “*Minuta de Instrução que dispõe sobre a elaboração e divulgação das demonstrações contábeis dos Fundos de Investimento em Participações*”

Prezados Senhores,

Nós, da **BENZECRY E PITTA ADVOCACIA ESPECIALIZADA** - procurando contribuir com a importante iniciativa da Comissão de Valores Mobiliários (“CVM”) de debate da norma em referência e, ainda, com a perpetuação do mercado nacional de Fundos de Investimento em Participações (“FIP”), em especial aqueles verdadeiramente dedicados ao desenvolvimento dos segmentos de *seed capital*, *venture capital* e *private equity* - passamos a expor nossos comentários e contribuições divididos basicamente em duas partes: **PARTE 1:** Aponta alguns temas gerais para reflexão e que, esperamos, possam influenciar a redação final da norma; e **PARTE 2:** Apresenta sugestões objetivas e rápidos comentários incorporados, com destaque, no texto proposto para a futura Instrução.



PARTE 1: TEMAS GERAIS PARA REFLEXÃO

A) SEGMENTAÇÃO EM “ENTIDADES DE INVESTIMENTO” / OU NÃO

Verificamos que a CVM achou por bem diferenciar os fundos de investimento em participações, embora todos eles sejam legalmente revestidos da natureza jurídica de condomínio civil e tenham o mesmo objetivo final: investir em ativos de emissão de empresas, com efetiva influência na definição de sua política estratégica e na sua gestão.

Nos parece que tal diferenciação tem por objetivo dar “descontos regulatórios” ou tratamento diferenciado aos fundos de participações que não sejam entendidos como “entidades de investimento”.

Somos absolutamente contrários a esta segmentação, na medida em que os fundos condominiais - hoje em dia simplesmente “fundos de investimento” - têm em sua origem e objetivo primeiro permitir a reunião de diversas pessoas, sejam elas naturais ou jurídicas, sob as condições de um regulamento ao qual elas aderem e com o amparo de um gestor de carteira profissional (devidamente habilitado na CVM e mandatado pelos investidores mediante a definição da política de investimento e limites de concentração) para que estes tenham a oportunidade de acesso a ativos que, de forma isolada, não lhes estariam disponíveis e possivelmente não teriam condições de acompanhar sem o apoio do gestor profissional.

Ao dar tratamento diferenciado para os fundos de investimentos que, frisa-se de forma lícita, são usados como veículo para investimento em um único ativo ou por um grupo reduzido de investidores (com prévia relação entre eles) a CVM contribui sobremaneira para uma concorrência desigual e um tratamento não isonômico, impingindo custos e tempo de estruturação muito maiores a aqueles fundos de investimento que deveriam ser valores mobiliários exemplares em nosso mercado de capitais, por permitir às empresas investidas acessarem diretamente a poupança popular, de forma organizada, segura e eficiente.

Devemos frisar que as cotas de FIP sempre foram e continuam sendo um valor mobiliário voltado ao investidor qualificado (no mínimo) e somente podem adotar a forma de condomínio fechado. Preservadas tais características sempre haverá tratamento isonômico entre os cotistas de um mesmo FIP, dado que todos somente resgatam no final do prazo de duração e recebem amortizações de forma proporcional à sua participação e conjuntamente com todos os demais cotistas. Ademais, tal qualificação permite que tais investidores entendam os principais fatores de risco do produto e sua baixa liquidez.



B) ESPECIFICIDADES DA INDÚSTRIA DE FIP E SEUS REFLEXOS NOS CRITÉRIOS CONTÁBEIS ORIUNDOS DE COMPANHIAS ABERTAS

Primeiramente não podemos deixar de rapidamente elogiar a iniciativa da CVM na busca por uma maior padronização dos critérios contábeis, em especial no que tange ao reconhecimento de receitas e apropriação de despesas e divulgação de informações.

Não obstante, e é esta a função das manifestações em audiência pública, não podemos silenciar no sentido de expor a opinião de que a premissa da CVM de que “tais critérios devem estar alinhados com as práticas contábeis aplicáveis às companhias abertas” ao nosso ver é, em parte, equivocada.

Como já exposto no item anterior, a existência do FIP pressupõe justamente permitir a poupança popular, ainda que restrito a investidores qualificados, ter acesso a um veículo coletivo de investimentos que, por sua vez, tem a capacidade de aplicar em companhias tanto abertas como fechadas, desde que com efetiva influência nas companhias investidas.

Tais fundos, dadas tais características do ativo alvo, são necessariamente criados sob a forma de **condomínio fechado** e, portanto, concedem automaticamente um tratamento isonômico aos cotistas, na medida em que todos resgatam apenas ao final do prazo de duração ou recebem, proporcionalmente às suas participações amortizações.

Podemos estar parecendo um pouco repetitivos, mas é relevante ratificar tais características, para entender que a simples importação dos critérios contábeis de companhias abertas traz riscos e distorções relevantes ao FIP.

Ademais, não podemos deixar de ressaltar que a negociação secundária de cotas de FIP é algo muito pouco comum e não há evidências que permitam afirmar que as aplicações das supostas regras de “valor justo” levariam a um aquecimento das negociações secundárias desta modalidade de valor mobiliário. Pelo contrário, se feita qualquer pesquisa de opinião com investidores ou *players* do mercado, as manifestações possivelmente serão praticamente unânimes no sentido de que os ativos de emissão das companhias de capital fechado não têm “valor justo”, dado que o verdadeiro valor justo é aquele pelo qual há alguém disposto a comprar e outro disposto a vender.

Diante deste cenário, acabamos por nos deparar com brilhantes justificativas técnicas, pautadas a maior parte das vezes em dados históricos e análises, previsões e estimativas micro e macroeconômicas, a respeito do presente e do futuro do país, do setor e da empresa, que permitem apontar de forma justificada, um valor teórico.



BENZECRY & PITTA

Advocacia Especializada

Ocorre, no entanto, que este é o papel exercido pelo gestor de recursos de terceiros a todo instante, qual seja: envolver-se na análise e acompanhamento da companhia investida de modo a saber identificar o seu valor justo até uma tomada de decisão de investimento ou desinvestimento. Ninguém melhor que ele para fazer isso, mas muitas vezes até ele se equivoca e parte de previsões que não se confirmam. Tão real é a possibilidade do equívoco que a atividade de gestão de recursos de terceiros é um serviço de obrigação de meio, não de fim, ou seja, não se pode criar expectativa de resultado, mas tão somente esperar que sejam feitos esforços adequados para buscar alcançá-lo. Neste contexto, entendemos que divulgar um “valor justo” inevitavelmente cria uma falsa expectativa de resultado.

Já as companhias abertas, por sua vez, têm como característica comum o fato de estarem listadas permanentemente para venda em bolsa de valores e, portanto, sendo negociadas dia a dia, pelo preço que compradores e vendedores entendem justo.

Tal valor muitas vezes diverge radicalmente do “valor justo” contábil, mas dada a maior liberdade de ação dos executivos das companhias e a necessidade de análises fundamentadas para a decisão de investir ou desinvestir, tal formato de contabilização se mostra relevante e com custos compatíveis com o tamanho de tais companhias abertas.

Vale, no entanto, reafirmar o que todos já sabem: a indicação dos ativos das companhias abertas a “valor justo”, em sua contabilidade, não faz com que haja necessariamente um alinhamento entre o valor contábil/patrimonial e o valor da ação na bolsa. Este tão somente contribui para as análises que irão subsidiar as decisões de compra e venda das ações, ou seja, tem o mercado secundário como principal foco.

O FIP, por sua vez, nasce e se desenvolve com foco na figura do gestor independente e na definição da política de investimentos e limites de composição da carteira. Assim, em regra, o investidor não analisa e seleciona o ativo diretamente e sim aquele que ele acredita que terá melhor condição técnica para efetuar esta escolha, ao qual concede um mandato (que pode ter diferentes níveis de discricionariedade e eventualmente apoio de comitês), na forma do regulamento e pelo prazo ali indicado, esperando que este faça sua própria avaliação e prospecção das melhores oportunidades de compra e venda dos ativos, de acordo com as possibilidades de risco e retorno assumidas.

O investidor não tem como foco o acompanhamento periódico da cota do FIP e sua carteira, embora tenha amplo acesso a informações que podem lhe permitir uma análise mais apurada e isenta, levando em conta, inclusive, sua qualificação.



BENZECRY & PITTA

Advocacia Especializada

O foco do investidor de um FIP é o retorno dos recursos ao final do prazo, depois da venda efetiva dos ativos pelo preço real, ou seja, aquele pelo qual o gestor foi capaz de negociar o ativo, seja com sócios, *players* estratégicos do setor da investida, outros fundos de investimento que investem em empresas de estágios mais avançados, terceiros interessados ou mesmo através da abertura de capital.

Tanto é assim, que embora a ICVM 391 sempre tenha permitido qualquer método de cálculo de taxa de performance, na prática o mercado pratica sempre fórmulas que pressupõe antes de mais nada a devolução de todo o principal, corrigido monetariamente, ao cotista/investidor.

Ao impor uma reprecificação dos ativos do FIP ao “valor justo”, que muitas vezes tende a ser para maior, pode surgir uma boa justificativa teórica para o pagamento de performance na mesma forma praticada em fundos líquidos e condomínios abertos, semestralmente, por exemplo, pois se temos o “valor justo” da cota porque não remunerar periodicamente o gestor pela valorização desta?

A alteração permanente do valor da cota para maior também trará eventual impacto direto nas taxas de administração, uma vez que em regra esta incide sobre o patrimônio líquido do FIP, em vários momentos, gerando ônus adicional ao investidor.

Em suma, se o FIP não for tratado com suas especificidades e com maior simplicidade e objetividade, não haverá qualquer diferença senão a questão das operações isentas de impostos na carteira, entre um FIP e uma companhia aberta voltada a participação em outras empresas e, definitivamente, não é esse o objetivo de um FIP, pois não se visa a liquidez diária e sim a oportunidade de unir forças, sob gestão profissional, para participar de investimentos que não estariam diretamente acessíveis ao investidor.

Vale ressaltar que os fundos de investimento no Brasil são condomínios e, portanto, a importação de normas aplicáveis a companhias que funcionam como veículos de investimento deve ser contemporizada, dado que o formato de fundo em condomínio já confere mecanismos eficientes e baratos para o tratamento adequado aos cotistas, em especial o poder de troca dos prestadores de serviços que não votam, ainda que tenham participação no condomínio.



C) O PAPEL DO IMPAIRMENT E DA DIVULGAÇÃO DE FATOS RELEVANTES

Entendemos de grande relevância a preocupação da CVM com o tema, na medida em que analisando o mercado de FIP é possível confirmar que hoje a precificação mais praticada é com base no “custo histórico” do ativo que, infelizmente, por vezes é mantida mesmo que em situações extremas.

Tal procedimento guarda boa dose de justiça, na medida que, de fato, representa o quanto aquela reunião de investidores gastou para adquirir o ativo, algo muito similar ao que acontece com a escrituração dos ativos no imposto de renda das pessoas físicas.

Sabemos que esta metodologia não capta de imediato eventual valorização do ativo, mas acreditamos que este é um problema menor, dado que tais valorizações até a efetiva venda podem não se confirmar e, como já explicitado, não há risco de transferência de riqueza entre cotistas em um condomínio fechado.

A análise do histórico do comportamento de algumas companhias abertas na bolsa demonstraria, com alguma clareza, que embora se possa encontrar análises técnicas bastante fundamentadas e que procuram chegar em um preço justo ou mesmo indicar potencial de valorização frente ao preço de negociação do ativo na bolsa, tais previsões se vistas do presente para o passado na maioria das vezes se mostram radicalmente equivocadas.

Em um rápido exemplo, nos recordamos da ação de uma grande rede varejista que chegou a ser negociada a R\$ 50,00 (cinquenta reais) com recomendações de compra e, em poucos anos, encontra-se cotada na casa de R\$ 5,00 (cinco reais). Exemplos similares não faltam em companhias de vários outros setores, imobiliário, óleo e gás ou mesmo empresas de capital aberto que são controladoras de sociedades de diversos segmentos, tal como ocorre com fundos de investimento em participações, que podem ter uma carteira diversificada ou atuarem em um destes setores, estando sujeito a uma volatilidade igual ou ainda maior, dado o eventual porte pequeno ou médio das investidas.

De volta ao FIP, é importante lembrar que a assembleia geral de cotistas é sempre soberana e poderia, de frente de situações concretas, exigir a contratação de terceiros ou apresentação de laudo para ajustar ou reafirmar o valor do ativo, o que já possui precedentes e encontra-se em linha com a regulamentação hoje vigente para os FIP e pode ser proposto por apenas 5% (cinco por cento) dos cotistas, mediante sugestão de convocação de assembleia com esta ordem do dia.



Talvez o ponto chave que nos levaria a pensar no “valor justo” seja os casos em que já há fortes evidências da desvalorização dos ativos. No entanto, para estes casos, além dos cotistas poderem adotar igual providência, a norma em vigor já possuía instrumentos eficazes: i) a divulgação de fato relevante; e/ou ii) a imposição ou proposição de *impairment* sempre que a situação fática apresentasse fortes evidências de redução do valor recuperável dos ativos.

Infelizmente não verificamos movimentos nem do mercado nem do regulador no sentido de exigir, apenas a título de exemplo, que fundos de investimento em participações voltados a indústria de óleo e gás ou com concentração em ativos de emissão de companhias ligadas ou direta ou indiretamente envolvidas em investigações de corrupção ou com projetos de infraestrutura que estão com recursos contingenciados divulgassem fatos relevantes ou efetuassem provisões ligadas a determinados ativos.

Ou seja, se nem regras simples e objetivas têm sido eficazes, será que antes de criar normas mais complexas, subjetivas e onerosas (em que pese terem fundamento em práticas já adotadas por companhias abertas), não deveríamos testar os dispositivos já existentes?

D) INICATIVA LOUVÁVEL (EM TESE), MAS TEREMOS O “VALOR JUSTO”?

Poderíamos passar páginas listando argumentos fáticos para demonstrar como ao longo da história o “valor justo” não se confirma, embora se consiga sempre extrair da situação ou conjuntura argumentos igualmente inteligentes para justificar o “erro” de avaliação.

As variáveis que levam a valorização ou desvalorização de uma empresa são muitos e, no limite, é isso que o gestor faz dia a dia, tentar valorizar o ativo e vendê-lo ao preço que lhe pareça mais justo, se possível, com um ganho expressivo ou, ao menos, procurando mitigar e reduzir as perdas potenciais.

Talvez o segmento que mais apoie a necessidade dos ativos das carteiras de FIP estarem precificados ao “valor justo” seja o dos prestadores de serviços de avaliação que vislumbram nisso uma excelente oportunidade de fonte de receita na conjuntura atual.

Tais empresas irão faturar os FIP, gerando um custo adicional para estas estruturas, sem qualquer compromisso que o “valor justo” se efetive. Também nestes serviços a obrigação é de meio e a apresentação de uma boa fundamentação técnica já torna o serviço adequado para todos os fins, este é um fato jurídico muito importante de ser considerado.

Neste sentido, teremos como decorrência direta da vigência da norma:

- i) nascimento de uma “indústria” de avaliadores;



BENZECRY & PITTA

Advocacia Especializada

- ii) maiores gastos para estruturação e manutenção de fundos de participações, em especial aqueles que cumprem o relevante papel desta indústria, os que se enquadram no pretense segmento de “entidades de investimento”;
- iii) justificativas futuras para o desalinhamento do preço justo x preço efetivo de venda, dada a conjuntura real, abrindo espaço para ações de investidores contra os prestadores de serviços do FIP;
- iv) maior dificuldade de negociação de boas oportunidades de venda das empresas investidas / ativos em geral por parte do gestor da carteira, na medida em que este terá uma análise fundamentada cuja conclusão do “valor justo” estará disponível ao potencial comprador, podendo limitar sobremaneira a margem de negociação e poder de atuação do gestor;
- v) competição desigual entre: o FIP que cumprem o louvável objetivo de dar acesso à população às boas oportunidades de investimento de longo prazo *versus* grandes grupos econômicos; *club deals*; companhias e holdings de participações; investidores e veículos de investimento estrangeiros; outras estruturas não reguladas (por vezes até ilegais na forma de captação) e, ainda, os próprios FIPs que não sejam classificados no segmento “entidade de investimento”, fundos estes na maioria das vezes restritos, exclusivos e/ou familiares, que embora não haja motivo para questionar sua legalidade, não deveriam receber benesses e descontos regulatórios, sob pena de criar tratamento não isonômico.

Todo fundo de investimento, ainda que, no limite, exclusivo, é uma entidade de investimento, logo sua natureza jurídica não pode ser desvirtuada a fim de facilitar um segmento destes fundos e penalizar os fundos de maior pulverização de passivo/investidores.

E) EM MATÉRIA DE REGULAÇÃO MENOS É MAIS

Normas complexas favorecem a impunidade, geram discussões jurídicas intermináveis e abrem brechas para interpretações divergentes e subjetivismos.

A ICVM 391 tinha como grande mérito o fato de ser simples e direta, outorgando ao regulamento, quando necessária, a criação de regras mais complexas para um ou outro ponto, inclusive a metodologia de precificação da carteira.



BENZECRY & PITTA

Advocacia Especializada

Nada impede que os cotistas, por sua livre iniciativa e vendo valor agregado na indicação do “valor justo” segundo as regras aplicáveis a companhias abertas, venham a querer adotá-las e indica-las em regulamento.

Não obstante, partir do regulador tal imposição deveria vir fundada na indicação de uma série de casos práticos e atuações sancionadoras em que a norma atual não tenha se demonstrado eficaz. O aumento da complexidade da norma só se justifica nesta situação, quando há flagrante lesão a cotistas ou ao mercado.

Ainda na esteira da simplificação, não podemos deixar de apontar a difícil concorrência do FIP com outros valores mobiliários que visam dar *funding* para as companhias/projetos e captar poupança de longo prazo. Quanto mais lento e burocrático é o FIP, piores são as oportunidades que lhe restam, pois as boas acabam tomadas por outros veículos ou detentores de capital que possuem agilidade na escolha e aprovação dos ativos.

Cabe revisitar, somente a título de rápidos exemplo, as Instruções que regulam a oferta pública de distribuição de Certificado de Operações Estruturadas – COE ou também de Debêntures, tanto ofertadas publicamente como com esforços restritos, bem como as situações de dispensas de registro de condo-hotéis, *crowdfunding* e outros valores mobiliários (na modalidade de contratos de investimento coletivo), já que são estes valores mobiliários que hoje concorrem como poupança de longo prazo com as cotas de fundos de participações, não as ações de companhia abertas.

Logo, a cota de FIP precisa ser um valor mobiliário simples e eficiente, analisado em si com base no histórico e estrutura do gestor da carteira (e controles como auditoria, custódia,...) como diferencial em relação a outras modalidades de valores mobiliários, mas há de se alcançar um tratamento mais isonômico entre os seus concorrentes diretos.

F) SOBERANIA DOS COTISTAS QUALIFICADOS / O PODER DE ESCOLHA DOS INVESTIDORES “DONOS DO FUNDO” COMO SOLUÇÃO

Os fundos de investimento no nosso ordenamento têm um único dono, muitas vezes esquecido, o COTISTA. São os cotistas que tem competência exclusiva para selecionar ou substituir prestadores de serviços, rever a política de investimento, reformar por completo o regulamento.

Quem deve escolher e ponderar o custo x benefício de ter os ativos constantemente reavaliados na carteira do FIP é a assembleia geral de cotistas. Podem, inclusive, ser criados alertas para os fundos que tem regra própria de precificação e reavaliação e que não seguem as orientações do CPC para as companhias abertas, mas no limite a vontade dos cotistas precisa ser soberana.



Vale mais uma vez frisar que estamos falando de fundos sob a forma de condomínio fechado que garantem igual tratamento a todos os cotistas, em especial no que tange ao retorno dos recursos e que se destinam, com exclusividade, a investidores qualificados.

Em suma nossa proposta vai na direção de dar maior liberdade aos cotistas e, se acharem necessário, pontualmente regular os fundos que tenham controlador bem definido.

G) O RISCO DO PROCESSO DE ADAPTAÇÃO DE FUNDOS JÁ EXISTENTES

A solução de respeitar a soberania dos cotistas quanto a assumir ou não novos encargos ou reavaliação de preço dos prestadores de serviços que ganhariam novas funções é ainda mais relevante pensando nos fundos em operação.

Imaginem um fundo que hoje tenha em sua carteira participação em mais de 20 (vinte) companhias diferentes e esteja passando do seu período de investimento para o desinvestimento. A eventual busca do “valor justo” lhe custará, por baixo, R\$ 15.000,00 (quinze) mil ano por empresa ou a aproximação da remuneração do administrador fiduciário (hoje girando de 0,1% a.a. a 0,3% a.a. do PL) a de um gestor de carteira (hoje girando de 0,5% a.a. a 2,5% a.a. do PL), em ficando o primeiro responsável pela precificação. Afinal, uma boa avaliação dos ativos se aproxima ao trabalho do gestor da carteira.

Logo, neste cenário, não podemos exigir de um produto que foi criado sob determinada regra para durar em média 10 (dez) anos e que não possui liquidez ou oportunidade de saída, aumentos tão significativos de custos sem que isso decorra de decisão do cotista e sim de uma imposição regulamentar.

PARTE 2: MINUTA DE INSTRUÇÃO PROPOSTA PELA CVM COM NOSSAS SUGESTÕES DE ALTERAÇÃO EM DESTQUE NO TEXTO

Nesta fase nossas sugestões e comentários estão dispostos da seguinte forma:

- a) textos tachados são sugestões de exclusão no texto original;
- b) textos sublinhados são sugestões de inclusão no texto original;
- c) observações entre colchetes e com destaque amarelo são comentários para sugerir eventual revisão do dispositivo ou justificar alguma sugestão de ajuste que não seja autoexplicativa.



INSTRUÇÃO CVM Nº XXX, DE XX DE XXXXXX DE 2016

Dispõe sobre a elaboração e divulgação das demonstrações contábeis dos Fundos de Investimento em Participações.

O PRESIDENTE DA COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS torna público que o Colegiado, em reunião realizada em XX de XXXXX de 20XX, com fundamento no disposto no art. 8º, inciso I, da Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976, APROVOU a seguinte Instrução:

CAPÍTULO I - ÂMBITO E FINALIDADE

Art. 1º A presente Instrução dispõe sobre os critérios contábeis de reconhecimento, classificação e mensuração de ativos e passivos, assim como os de reconhecimento de receitas, apropriação de despesas e divulgação de informações nas demonstrações contábeis dos Fundos de Investimento em Participações.

CAPÍTULO II - CRITÉRIOS CONTÁBEIS

Art. 2º Os fundos referidos no artigo anterior devem aplicar os critérios contábeis de reconhecimento, classificação e mensuração de ativos e passivos, os de reconhecimento de receitas e apropriação de despesas, assim como os requisitos de divulgação previstos nas normas contábeis emitidas pela CVM e aplicáveis às companhias abertas, ressalvadas as disposições contidas nesta Instrução ou nos respectivos regulamentos dos fundos, em razão de deliberação da assembleia geral de cotistas no sentido de excepcionar, de forma justificada, algum critério.

§ 1º Os ativos e passivos do fundo devem ser inicialmente reconhecidos pelo seu valor justo, cabendo ao regulamento do fundo indicar se será o administrador fiduciário ou o gestor da carteira o responsável pela mensuração do valor justo.

§ 2º Os ganhos ou as perdas decorrentes de avaliação dos ativos e passivos do fundo qualificado como entidade de investimento, ainda que não realizados financeiramente, devem ser reconhecidos no resultado do período.

Art. 3º Os investimentos em entidades controladas, coligadas e em empreendimentos controlados em conjunto, ~~detidos por fundos de investimento que sejam qualificados como entidades de investimento,~~ devem ser avaliados a valor justo, em conformidade com as normas contábeis que tratam de reconhecimento e mensuração de instrumentos financeiros e de



mensuração do valor justo, sem prejuízo da competência da assembleia geral de cotistas de que trata o artigo 2º, acima.

§ 1º O valor justo dos investimentos em entidades deve refletir as condições de mercado no momento de sua mensuração.

§ 2º A mensuração do valor justo deve ser efetuada na data base de apresentação das demonstrações contábeis.

§ 3º O gestor da carteira ou o administrador fiduciário (conforme o caso)~~A instituição administradora~~ deve avaliar continuamente a existência de eventos ou alteração de condições que possam influenciar substancialmente o valor justo dos investimentos em entidades detidos pelo fundo, caso em que nova mensuração do valor justo deverá ser efetuada e seus efeitos reconhecidos contabilmente no período de ocorrência, em linha com eventuais orientações da assembleia geral de cotistas ou do regulamento do fundo, conforme o caso.

OBSERVAÇÃO: É IMPORTANTE UTILIZAR AS DEFINIÇÕES DA ICVM 558: ADMINISTRADOR FIDUCIÁRIO E GESTOR DA CARTEIRA PARA QUE NÃO HAJA DÚVIDAS QUANTO AO RESPONSÁVEL, NO LUGAR DE "INSTITUIÇÃO ADMINISTRADORA", DADO QUE TODOS SÃO ADMINISTRADORES DE CARTEIRA NOS TERMOS DO ARTIGO 23 DA LEI 6.385, EMBORA SEJAMOS DA OPINIÃO DE QUE DEVE HAVER FLEXIBILIDADE QUANTO A QUAL DOS DOIS IRÁ EXERCER ESTE PAPEL!

§ 4º A mensuração do valor justo dos investimentos, estabelecida em bases consistentes e passíveis de verificação, é de responsabilidade o gestor da carteira ou o administrador fiduciário (conforme o caso)~~da instituição administradora~~, podendo, ainda, ser contratado terceiro independente para tal finalidade, desde que previsto em regulamento ou aprovado em assembleia geral de cotistas.

§ 5º A defasagem máxima entre as datas de mensuração do valor justo das entidades investidas e do encerramento das demonstrações contábeis do fundo investidor não deve ser superior a dois meses.

§ 6º Para fins do determinado no parágrafo anterior, ajustes na mensuração do valor justo devem ser efetuados em decorrência de efeitos de transações e eventos relevantes que ocorrerem entre a data base de apuração do valor justo e a data base das demonstrações contábeis do fundo investidor.



§ 7º Nos casos em que o gestor da carteira ou o administrador fiduciário ~~a instituição administradora~~ concluir que o valor justo de uma entidade em fase pré-operacional não seja mensurável de maneira confiável ou o custo para sua aferição não seja compatível com o volume investido, o valor de custo pode ser utilizado até que seja praticável a mensuração do valor justo em bases confiáveis, devendo ~~o~~ a instituição ~~administrador fiduciário~~ divulgar, em nota explicativa, os motivos que a levaram a concluir que o valor justo não é mensurável de maneira confiável, apresentando conjuntamente um resumo das demonstrações contábeis condensadas dessas investidas.

§ 8º Presume-se que o valor justo da entidade investida possa ser mensurável de maneira confiável a partir do primeiro exercício social em que a entidade investida vier a apresentar lucro líquido em balanço, sendo desconsiderados eventuais lucros inferiores a 20% (vinte por cento) do capital social, ainda que este já tenha ocorrido anteriormente ao investimento pelo fundo. ~~a entrada em operação da investida.~~

IOBSERVAÇÃO: SOMOS DA OPINIÃO QUE ATÉ A INVESTIDA APRESENTAR SEU PRIMEIRO RESULTADO POSITIVO RELEVANTE NÃO HÁ MECANISMO EFETIVO PARA MENSURAÇÃO DO VALOR JUSTO QUE NÃO AQUELE USADO NA DEFINIÇÃO DO SEU PREÇO DE AQUISIÇÃO. POIS O PROJETO AINDA ESTARÁ EM ESTÁGIO PROBATÓRIO!

§ 9º Os fundos de investimentos ~~qualificados como entidades de investimento~~ devem preparar exclusivamente demonstrações contábeis individuais.

Art. 4º Todo e qualquer fundo de investimento deve ser tratado ~~São qualificados como entidades de investimento.~~ Os fundos de investimento nos quais é possível identificar um cotista controlador, assim entendido aqueles em que há um cotista ou grupo econômico titular de 50% (cinquenta por cento) das cotas do fundo de investimento, os investimentos em entidades controladas, coligadas e em empreendimentos controlados em conjunto, dos fundos de investimento podem ser avaliados em conformidade com a norma contábil que trata de investimento em coligada, controlada e em empreendimento controlado em conjunto e de negócios em conjunto, dado o controle que o referido cotista e pessoas ligadas exercem sobre o fundo de investimento (“fundos de investimento com controle determinado”). ~~os fundos que, cumulativamente:~~

~~I — obtenham recursos de um ou mais investidores com o propósito de atribuir o desenvolvimento e a gestão de uma carteira de investimento a um gestor qualificado que deve possuir plena discricionariedade na representação e na tomada de decisão junto às entidades investidas, não sendo obrigado a consultar os investidores para essas decisões e tampouco~~



BENZECRY & PITTA

Advocacia Especializada

~~indicar partes relacionadas aos investidores como representantes junto às entidades investidas;~~

~~II—se comprometam com os investidores com o objetivo de investir os recursos unicamente com o propósito de retorno através de apreciação do capital investido, renda ou ambos;~~

~~III—substancialmente mensurem e avaliem o desempenho de seus investimentos, para fins de modelo de gestão, com base no valor justo; e~~

~~IV—definam nos seus regulamentos estratégias objetivas e claras a serem utilizadas para o desinvestimento nas entidades controladas, coligadas ou empreendimentos controlados em conjunto.~~

~~Parágrafo único. Não caracteriza desatendimento ao disposto no inciso I os casos em que o gestor compartilhe com os cotistas, por meio de comitê de investimento, as decisões inerentes à composição da carteira do fundo.~~

~~Art. 5º Na avaliação das condições constantes no artigo anterior, a instituição administradora deve adicionalmente considerar a existência das seguintes características típicas de entidade de investimento:~~

~~I—possuir mais de um investimento, direta ou indiretamente;~~

~~II—ter mais de um cotista, direta ou indiretamente;~~

~~III—ter cotistas que não são partes relacionadas entre si, não influenciam ou não participam da administração das entidades investidas ou não sejam partes relacionadas aos administradores das entidades investidas;~~

~~IV—possuir investimento em entidades nas quais os cotistas não possuíam qualquer relação societária, direta ou indiretamente, previamente ao investimento do fundo.~~

~~Parágrafo único. A ausência de alguma dessas características típicas não necessariamente desqualifica uma entidade para ser entidade de investimento.~~

~~Art. 6º A instituição administradora deve exercer seu julgamento para determinar se o fundo se qualifica ou não como entidade de investimento, nos casos excepcionais em que os indicadores e características previstos nos artigos 4º e 5º não forem suficientes para essa qualificação.~~



BENZECRY & PITTA

Advocacia Especializada

~~Parágrafo único. O julgamento referido no caput deverá considerar a classificação que represente com maior fidedignidade os efeitos econômicos das transações, eventos e condições subjacentes, tendo como premissa fundamental o princípio da prevalência da essência econômica sobre a forma jurídica na gestão dos investimentos.~~

~~Art. 7º Os investimentos em entidades controladas, coligadas e em empreendimentos controlados em conjunto, dos fundos de investimento que não sejam qualificados como entidades de investimento, devem ser avaliados em conformidade com a norma contábil que trata de investimento em coligada, controlada e em empreendimento controlado em conjunto e de negócios em conjunto.~~

§ 1º Os fundos de investimento com controle determinado ~~Os fundos de investimento que não sejam qualificados como entidades de investimento~~ devem apresentar exclusivamente demonstrações contábeis individuais.

§ 2º O ágio fundamentado em rentabilidade futura ou ganho por compra vantajosa originados na aquisição de investimentos devem ser contabilizados de acordo com a norma contábil especificada no caput deste artigo para os fundos de investimento com controle determinado.

§ 3º Demonstrações contábeis das entidades investidas, utilizadas para aplicação do método da equivalência patrimonial, devem ser levantadas na mesma data das demonstrações contábeis do fundo investidor para os fundos de investimento com controle determinado.

§ 4º Na impossibilidade de cumprimento ao disposto no parágrafo anterior, admite-se a utilização de demonstrações contábeis das investidas em um período máximo de defasagem de até dois meses antes da data das demonstrações contábeis do fundo investidor.

§ 5º As demonstrações contábeis das investidas devem ser ajustadas em decorrência dos efeitos de transações e eventos significativos que ocorrerem durante o período de defasagem em relação à data das demonstrações contábeis do fundo investidor.

Art. ~~57º~~ 58º Os fundos de investimento em cotas de fundos devem mensurar os investimentos nas cotas em conformidade com o valor determinado pela instituição administradora do fundo investido.

§ 1º A defasagem máxima permitida entre a data do valor da cota do fundo investido e a data das demonstrações contábeis do fundo investidor não pode ser superior a dois meses.



§ 2º O valor da cota do fundo investido deve ser ajustado em decorrência dos efeitos de transações e eventos significativos que ocorrerem no período da defasagem prevista no parágrafo anterior.

Art. 69º O fundo de investimento que se desqualifique como fundos de investimento com controle determinado entidade de investimento ou que se torne entidade de investimento deve contabilizar a mudança em sua condição prospectivamente a partir da data em que a mudança tiver ocorrido.

Art. 710 Para os fundos de investimento com controle determinado não qualificados como entidade de investimento, as distribuições declaradas pelas investidas reduzem o valor contábil do investimento no fundo.

Art. 811 Em regra Para nos fundos qualificados como entidade de investimento, as distribuições declaradas das investidas devem ser reconhecidas como receita.

Art. 912 O ativo recebido pelo fundo de investimento, quando da integralização do investimento dos cotistas, deve ser reconhecido a valor justo.

CAPÍTULO III - DEMONSTRAÇÕES CONTÁBEIS E DIVULGAÇÃO DE INFORMAÇÕES

Art. 103 O fundo de investimento deve ter escrituração própria, devendo os registros, as contas e as demonstrações contábeis serem segregados do administrador fiduciários da instituição administradora e dos demais prestadores de serviços citado fundo por ela contratados.

Art. 114 As informações contidas nas demonstrações contábeis devem ser úteis para os investidores no acompanhamento, análise e na tomada de decisão relacionados aos investimentos.

Art. 125 As demonstrações contábeis do fundo são compostas pelos seguintes documentos:

I – demonstração da posição financeira;

II – demonstração do resultado e do resultado abrangente do período;

III – demonstração das mutações do patrimônio líquido; e

IV – demonstração dos fluxos de caixa.



§1º *As notas explicativas são parte integrante das demonstrações contábeis.*

§2º *As demonstrações contábeis devem exprimir com fidedignidade e clareza a situação do patrimônio do fundo e as mutações ocorridas no período.*

§3º *As demonstrações contábeis devem ser comparativas com o período anterior.*

§4º *A data base das demonstrações contábeis é o último dia do período ao qual se refere.*

§5º *O administrador fiduciário ~~A instituição administradora~~ deve entregar as demonstrações contábeis, acompanhadas do relatório do auditor independente, à CVM no prazo estabelecido na norma que autoriza a constituição, o funcionamento e a administração dos fundos de investimento.*

§6º *As demonstrações contábeis do fundo devem ser auditadas por auditor independente registrado na CVM.*

§7º *Para fundos em funcionamento há menos de 90 (noventa) dias a auditoria das demonstrações contábeis não é obrigatória.*

§8º *Nas hipóteses de incorporação, fusão, cisão ou encerramento das atividades, as demonstrações contábeis dos fundos envolvidos nas respectivas datas-base do evento devem ser auditadas, com emissão de relatório do auditor independente em até 60 (sessenta) dias da data do evento.*

§9º Nos casos em que houver atraso na entrega das demonstrações financeiras ou parecer do auditor independente de uma das entidades investidas pelo fundo de investimento, de forma a permitir a entrega tempestiva das informações do fundo de investimento, as notas explicativas deverão registrar com destaque a não entrega e eventuais impactos da ausência de tais informações.

Art. 136 *As notas explicativas devem divulgar informações relevantes para o adequado entendimento das demonstrações contábeis.*

Art. 147 *Observada a relevância da informação e a necessidade de apresentação de outras informações que sejam essenciais para o adequado entendimento das demonstrações contábeis, as notas explicativas devem incluir, mas não se limitando a:*

I – contexto operacional:

a) data de início de atividades;



- b) o público alvo;*
- c) atividade objeto constante do regulamento;*
- d) sumário da estratégia adotada e os riscos incorridos pelos cotistas inerentes aos investimentos;*
- e) julgamentos e premissas que foram usados para concluir que o fundo se qualifica ou não como uma entidade de investimento;*
- f) divulgar as razões que fundamentaram a mudança de qualificação do fundo de, ou para, entidade de investimento.*

II – base de elaboração das demonstrações contábeis: indicar que as demonstrações contábeis foram preparadas de acordo com as normas e práticas contábeis adotadas no Brasil para os fundos de investimento que especifica e que são definidas pelos critérios previstos nesta Instrução e pelas demais normas emanadas pela Comissão de Valores Mobiliários - CVM;

III – descrever as principais práticas contábeis adotadas na elaboração das demonstrações contábeis;

IV – se o fundo se tornar entidade de investimento, deve divulgar o efeito da alteração de qualificação nas demonstrações contábeis no período da mudança apresentando:

a) o valor justo total, na data da mudança de qualificação, das controladas, coligadas e empreendimento controlados em conjunto;

b) o valor total dos ganhos e perdas apurados em decorrência da mudança do critério de mensuração dos ativos e passivos do fundo;

c) a linha, na demonstração de resultado, onde os ganhos e as perdas foram reconhecidos, se não apresentado separadamente.

V – o fundo qualificado como entidade de investimento deve divulgar o fato de que possui investimentos em entidades controladas, coligadas ou em empreendimentos controlados em conjunto e que elabora exclusivamente demonstrações contábeis individuais;

VI – o fundo qualificado como entidade de investimento deve divulgar:

a) as informações requeridas nas normas contábeis que tratam da divulgação de participações em outras entidades e de demonstrações separadas, aplicáveis às entidades de investimento;

b) os métodos, premissas e estimativas relevantes aplicados para determinar o valor justo das entidades investidas, incluindo se a determinação do valor justo é suportada por evidências



de mercado ou baseada em outros fatores, por falta de dados comparáveis, devendo, neste caso, divulgá-los;

c) se a avaliação do valor justo das investidas for efetuada por avaliador independente, sua identificação, qualificação profissional, experiência na avaliação do ativo em questão e a data do laudo de avaliação utilizado.

VII – o fundo não qualificado como entidade de investimento deve divulgar as informações relevantes dos seus investimentos em entidades controladas, coligadas ou em empreendimentos controlados em conjunto, em conformidade com as normas contábeis que tratam da divulgação de participações em outras entidades e de demonstrações separadas;

[OBSERVAÇÃO: AJUSTAR OS INCISOS ACIMA CONFORME MANUTENÇÃO OU NÃO DA SEGMENTAÇÃO EM “ENTIDADE DE INVESTIMENTO”]

VIII – gerenciamento de riscos: indicar as principais práticas de gerenciamento de risco efetivamente adotadas pelo fundo, em conformidade com o estabelecido nas normas contábeis aplicáveis às companhias abertas que tratam de evidenciação de instrumentos financeiros;

IX – instrumentos financeiros derivativos: informar a política e os riscos de utilização, os valores reconhecidos no resultado do período, a contraparte e margens da operação (por contrato);

X - classes de cotas do fundo: informar as classes de cotas do fundo e os direitos políticos e econômico-financeiros a elas relacionados;

XI - o valor patrimonial da cota ao final do período;

XII - evolução do valor da cota e rentabilidade: informar a evolução do valor de cada classe de cotas do fundo e suas respectivas rentabilidades, para os períodos apresentados, considerando a variação da cota teórica (desconsiderando as amortizações);

XIII – emissões e amortizações: apresentar as condições existentes no regulamento para tais operações, informando as emissões e amortizações ocorridas no período;

XIV - negociação das cotas: informar os ambientes de negociação, se houver, das cotas do fundo, assim como o preço de fechamento da cota no último dia de negociação de cada mês do período;



XV - custódia e tesouraria: descrever se os serviços são prestados por terceiros ou pela própria instituição administradora, indicando, no primeiro caso, o nome de cada um desses prestadores de serviços;

XVI – informação sobre critérios adotados para a apropriação e o pagamento da taxa de administração;

XVII – alterações no regulamento: informar as alterações havidas no regulamento do fundo no período;

XVIII - divulgação de informações: informar a política de divulgação de informações, mencionando os meios de comunicação utilizados;

XIX - legislação tributária: informar o resumo da regra fiscal aplicável aos cotistas, tendo em vista a qualificação do fundo, bem como a alíquota do imposto de renda e demais tributos incidentes;

XX - outros serviços prestados pelo auditor independente: informar se os auditores independentes prestam outro tipo de serviço, que não o de auditoria, à instituição administradora do fundo;

XXI - demandas judiciais: informar se existe algum tipo de demanda judicial e o valor envolvido;

XXII – transações com partes relacionadas: informar as transações e saldos existentes com partes relacionadas ocorridas no período;

XXIII - outras informações: incluir outras informações não exigidas pelas normas, mas julgadas relevantes para o completo entendimento das demonstrações contábeis, notadamente sobre casos que tenham ensejado a aplicação do art. 20 e seus efeitos no patrimônio do fundo;

XXIV – eventos subsequentes: informar os eventos relevantes havidos após a data de encerramento das demonstrações contábeis e antes da autorização de sua emissão.

CAPÍTULO IV - DISPOSIÇÕES FINAIS

Art. 158 *O administrador fiduciário* ~~A instituição administradora~~ dos fundos de investimento deve manter à disposição da CVM, pelo prazo mínimo de 5 (cinco) anos, ou por prazo superior em decorrência de legislação específica ou de determinação expressa da CVM em caso de



processo administrativo, todos os relatórios, documentos e informações que evidenciem, de forma clara e objetiva, os procedimentos e critérios previstos nesta Instrução.

Art. ~~169~~ Verificada a impropriedade ou inconsistência nos processos de reconhecimento, classificação, mensuração e divulgação de ativos e passivos, reconhecimento de receitas e apropriação de despesas, a Superintendência de Relações com Investidores Institucionais – SIN, depois de consultada a Superintendência de Normas Contábeis e de Auditoria – SNC, poderá determinar a mudança, reclassificação, registro ou baixa, com o consequente reconhecimento dos efeitos nas demonstrações contábeis, sem prejuízo das demais sanções cabíveis.

§1º A determinação de mudança, reclassificação, registro ou baixa referidos no caput deste artigo, poderá implicar a obrigatoriedade de refazimento e reapresentação das demonstrações contábeis do fundo à CVM.

§2º O administrador fiduciário~~A instituição administradora~~ poderá refazer as demonstrações contábeis que contenham, a seu julgamento, impropriedades ou inconsistências, devendo reapresentá-las à CVM.

Art. ~~1720~~ Eventuais consultas formais específicas quanto à interpretação de normas e procedimentos contábeis previstos nesta Instrução devem ser dirigidas à Superintendência de Relações com Investidores Institucionais – SIN e ser obrigatoriamente firmadas pelo participante do mercado interessado~~a instituição administradora~~ e pelo profissional habilitado responsável pela contabilidade.

§1º A consulta deve expor a opinião da instituição~~administradora~~ sobre a melhor interpretação da norma em relação à questão levantada, indicando toda a fundamentação técnica e legal que suporta o entendimento.

§2º As consultas que versem sobre mudança ou adoção de novas práticas contábeis devem ser acompanhadas da manifestação do auditor independente.

Art. ~~1821~~ Com o objetivo de assegurar a prevalência da essência econômica sobre a forma jurídica, em casos extremamente raros, em que o administrador fiduciário~~a instituição administradora~~ concluir que a adoção de uma determinada disposição prevista nesta Instrução possa resultar em informações distorcidas, apuração inadequada do valor patrimonial da cota ou distribuição não equitativa dos resultados entre os cotistas, a ponto de conflitar com o objetivo das demonstrações contábeis de retratar, com fidedignidade e clareza,



a real situação econômico-financeira do fundo, a instituição administradora poderá, mediante procedimento previsto no art. 20, deixar de aplicar disposição prevista nesta Instrução.

Art. ~~1922~~ *Constatada qualquer irregularidade relevante em relação ao que estabelece a legislação, esta Instrução, o regulamento do fundo ou outras normas aplicáveis, o auditor independente deverá comunicar o fato à CVM, por escrito, no prazo máximo de 20 (vinte) dias contados da data da identificação da irregularidade.*

Art. ~~203~~ *A mudança do auditor ou do administrador fiduciário~~instituição administradora~~, ou ambos, no decorrer do exercício não implica na segmentação de períodos de apresentação das demonstrações contábeis, ficando o administrador fiduciário~~instituição administradora~~ obrigada a apresentar demonstrações contábeis que englobem integralmente o exercício social do fundo, conforme estabelecido no regulamento, salvo deliberação em sentido contrário da assembleia geral de cotistas.*

Art. ~~214~~ *É vedada a apresentação de período comparativo no primeiro exercício de adoção desta Instrução.*

Parágrafo único. É obrigatória a apresentação, em nota explicativa específica, das principais mudanças ocorridas nas práticas contábeis e dos ajustes efetuados nos saldos de abertura do início do período.

Art. ~~225~~ *Nos casos de mudança de qualificação do fundo de investimento aplica-se o procedimento previsto no artigo anterior.*

Art. ~~236~~ *Esta Instrução entra em vigor na data de sua publicação, aplicando-se aos períodos contábeis iniciados em ou após XX de XXXXXX de 2016.*

Original assinado por
LEONARDO P. GOMES PEREIRA
Presidente

Essas são as considerações e sugestões que entendemos cabíveis na Audiência Pública SNC 03/15, ora em curso, e que submetemos à consideração dessa Egrégia Autarquia, esperando ter contribuído para o aperfeiçoamento do texto final e o desenvolvimento do mercado.



BENZECRY & PITTA

Advocacia Especializada

Por fim, agradecemos a oportunidade dada pela CVM de troca com os participantes através das Audiências Públicas, implementando sempre que entende adequadas algumas das sugestões feitas ao longo deste processo.

É a nossa visão que mesmo em eventuais pontos de divergência se pode construir um caminho comum e de avanço, quando os interlocutores estão abertos a esta troca de experiências e opiniões, que nos incentiva a continuar participando, pelo que não poderíamos deixar de elogiar a iniciativa e posicionamento da Autarquia e de seus quadros nas Audiências Públicas.

Permanecemos à disposição.

Atenciosamente,

BENZECRY E PITTA ADVOCACIA ESPECIALIZADA

Leandro Salztrager Benzecry

Renata Manhães Siqueira