



RELATÓRIO DE ANÁLISE DA SDM

Audiência Pública nº 07/2011

Objeto: Alteração das Instruções CVM nº 391, de 16 de julho de 2003, e nº 460, de 10 de outubro de 2007.

1. Introdução

A Audiência Pública nº 07/2011 tem como objeto minuta de Instrução que altera a redação da Instrução CVM nº 391, de 16 de julho de 2003, que dispõe sobre a constituição, o funcionamento e a administração dos Fundos de Investimento em Participações - FIP, e da Instrução CVM nº 460, de 10 de outubro de 2007, que dispõe sobre os Fundos de Investimento em Participações em Infraestrutura - FIP-IE (“Minuta”). A CVM recebeu os comentários do público entre os dias 15 e 25 de abril de 2011.

A Minuta propõe a introdução de regras de composição de carteira para os FIP com o objetivo de evitar que tais fundos sejam utilizados como veículo de aplicações em títulos cujo tratamento fiscal é menos vantajoso do que aquele aplicável às cotas de FIP. De acordo com a proposta, o fundo deverá manter, no mínimo, 90% de seu patrimônio investido nos ativos previstos no art. 2º da Instrução CVM nº 391, de 2003.

A Minuta propõe, também, a alteração de determinados artigos da Instrução CVM nº 460, de 2007, que trata dos FIP-IE. As mudanças visam apenas refletir na regulamentação da CVM as alterações feitas pelos arts. 4º e 21 da Medida Provisória nº 517, de 30 de dezembro de 2010, na Lei nº 11.478, de 29 de maio de 2007.



Para melhor descrever e comentar as manifestações dos participantes, este relatório é dividido da seguinte forma: (i) introdução; (ii) participantes; (iii) comentários à Minuta; e (iv) 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 Pública nº 07/2011. Seu conteúdo reflete a opinião e as interpretações de tal Superintendência e não necessariamente as da CVM. Este relatório não é aprovado pelo Colegiado ou por outras Superintendências da CVM.

2. Participantes

Participaram da audiência pública:

- (i) Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais - ANBIMA;
- (ii) Associação Brasileira de Private Equity & Venture Capital – ABVCAP; e
- (ii) Spalding Advocacia Empresarial.

3. Comentários à Minuta

3.1. Comentários gerais

A ABVCAP manifestou apoio, de modo geral, a iniciativas, como a da Minuta proposta, que *“visam preservar a característica essencial dos FIPs, que é a promoção de investimentos de longo prazo em uma carteira diversificada de participações em companhias, abertas ou fechadas, com padrões mínimos de governança corporativa”*. A participante



entende que “*as propostas apresentadas atingem tais objetivos, não apresentando prejuízos à operação dos fundos de private equity e venture capital*”.

3.2. Art. 6º, § 2º, da Instrução CVM nº 391, de 2003 - Prazo máximo para investimento em chamadas de capital

A ANBIMA pondera que o prazo máximo estipulado no § 2º do art. 6º da Instrução CVM nº 391, de 2003 (até o último dia útil do mês subsequente à integralização das cotas) pode não ser suficiente, pelos seguintes motivos:

“(i) Inadimplência de Cotistas: a possibilidade de ocorrência de inadimplemento dos cotistas quando da chamada de capital, pode atrasar a integralização geral das cotas ou gerar a necessidade de nova chamada de capital para os demais cotistas adimplentes;

(ii) Pagamento do Preço de Aquisição do Ativo: muitas vezes, os gestores dos FIPs precisam de recursos para realizar o pagamento do preço à vista ao vendedor de um ativo (i.e., ações de companhias fechadas). Desta forma, fazem a chamada de capital com base na data estimada para fechamento da respectiva transação de compra e venda. Em função da burocracia e da complexidade nas negociações para os investimentos dos FIPs, podem ocorrer atrasos nos processos de negociação e, conseqüentemente, nas datas de sua efetivação; e

(iii) Prática de Mercado: cabe mencionar que é prática corrente em investimentos de private equity a previsão de prazos mínimos para chamada de capital e para a efetivação do investimento.”

Na avaliação da participante, o prazo para a realização do investimento deveria ser estendido para 60 dias e deveria ser contado a partir da data final estipulada pelo administrador/gestor para receber todas as integralizações por parte dos cotistas. Para casos excepcionais e devidamente justificados à CVM, no entanto, sugere que seja incluído um novo § 3º ao art. 6º com a possibilidade de prorrogação do prazo de investimento por mais 60 dias.



A ANBIMA propõe que a redação dada ao art. 6º da Instrução CVM nº 391, de 2003, seja alterada, conforme transcrito a seguir:

“Art. 6º - (...)

§2º Para as chamadas de capital realizadas após o dia [Data do início de vigência da norma], o prazo máximo de que trata o inciso V do caput não deve ultrapassar o ~~último dia útil do mês subsequente~~ o limite de sessenta dias a partir da data final para integralização.

§3º O limite estipulado no parágrafo 2º poderá ser prorrogado por mais sessenta dias, desde que tal prorrogação seja devidamente justificada para CVM.”

A Spalding Advocacia defende que o prazo previsto no art. 6º, § 2º, seja alterado para 180 dias. Segundo a participante, esse prazo seria um período razoável para a efetivação do investimento pelo FIP nas companhias alvo, por permitir aos gestores a condução da negociação de novas oportunidades de investimento, sem que sejam criados riscos adicionais à gestão.

A participante também chama atenção para a possibilidade de inadimplência de parte dos cotistas em eventos de chamada de capital. Ela argumenta que, nesse caso, o risco de crédito dos investidores se torna “*um dos riscos preponderantes do FIP*”.

A CVM fez ajustes na redação do § 2º do art. 6º a fim de esclarecer que o prazo máximo de que trata o inciso V do **caput** do art. 6º deve (i) ser contado a partir da data inicial para integralização prevista na chamada de capital; e (ii) transcorrer até o último dia útil do 2º mês subsequente à data inicial para a integralização. Com essas alterações, a CVM espera ter atendido as preocupações manifestadas pelos participantes.

No que diz respeito à sugestão de inserção de novo § 3º ao art. 6º, prevendo a prorrogação de prazos, a CVM entende não ser necessária a introdução de tal dispositivo na Instrução, uma vez que casos excepcionais sempre podem ser apreciados pela Autarquia.

3.3. Art. 6º-A da Instrução CVM nº 391, de 2003 – Regras de composição de carteira



3.3.1. Art. 6º-A, caput, da Instrução CVM nº 391, de 2003 – Limite mínimo para composição da carteira

A Spalding Advocacia sugere que o percentual de 90% seja reduzido para 67%, mantendo-se *“uma equidade com produtos similares e alinhando com as disposições da legislação fiscal hoje em vigor”*. A proposta da participante é que *“o percentual de enquadramento seja equalizado com o tratamento dado pela regulamentação fiscal aplicável ao FIP, que determina que os fundos devam ter a carteira composta de, no mínimo, 67% de ações de sociedades anônimas, debêntures conversíveis em ações e bônus de subscrição”*.

A CVM entende que o percentual de 90% é importante para preservar a composição da carteira do FIP baseada fundamentalmente nos valores mobiliários citados no art. 2º da Instrução CVM nº 391, de 2003, e para evitar a utilização do FIP como veículo de aplicações em títulos cujo tratamento fiscal é hoje menos vantajoso do que aquele aplicável às cotas de FIP.

É importante notar que a diferença entre as alíquotas do IOF-Câmbio cobradas no ingresso de investimentos em FIP e nos demais investimentos nos mercados financeiro e de capitais é expressiva e, portanto, justificam o percentual de 90%.

Além disso, em levantamento feito pela Superintendência de Relações com Investidores Institucionais – SIN, com data-base de 31 de março de 2011, a CVM constatou que os valores mobiliários citados no art. 2º já respondem por mais de 90% da média total das carteiras de FIP registrados na CVM. A mudança, portanto, do percentual de 67% (para fins fiscais) para 90% não deverá gerar grandes dificuldades de adaptação para a indústria.

Por essas razões, a redação original foi mantida.

3.3.2. Art. 6º-A, § 1º, da Instrução CVM nº 391, de 2003 – Não aplicação do limite mínimo para composição da carteira



A ANBIMA sugere que o inciso I do § 1º, também estabeleça a possibilidade de prorrogação do prazo de enquadramento em casos excepcionais e devidamente justificados, assim como previsto no novo § 3º do art. 6º proposto pela participante.

A CVM entende não ser necessária a previsão expressa da prorrogação de prazos, uma vez que não há vedação à análise de casos excepcionais por parte da Autarquia.

Por essa razão, a redação original foi mantida.

3.3.3. Art. 6º-A, § 1º, inciso II, da Instrução CVM nº 391, de 2003 – Não aplicação do limite mínimo para composição da carteira de fundos que não efetuem novas chamadas de capital

Para a ANBIMA, o inciso II do § 1º deveria ser alterado para que não seja aplicável aos fundos que tenham chamada de capital com o objetivo exclusivo de pagamento de despesas do fundo. A participante propõe a seguinte redação:

“§1º O limite estabelecido no caput não é aplicável: (...)”

II – para fundos em funcionamento antes de [●] e que, a partir desta data, não efetuem novas chamadas de capital, excetuando-se aquelas realizadas com propósito exclusivo de pagamento de despesas do fundo.”

O comentário foi considerado pertinente e está refletido na Instrução.

3.3.4. Art. 6º-A, § 3º, inciso I, da Instrução CVM nº 391, de 2003 – Pagamento de despesas do fundo

A ANBIMA propõe que o limite de 5% previsto no inciso I do § 3º seja alterado para 10%, uma vez que o limite de 5% gera a necessidade de chamadas de capital mais frequentes, “*tendo em vista que é prática de mercado manter recursos no caixa do fundo para pagar as despesas dos próximos 6 (seis) meses, mesmo após o final do período de investimento*”.

O limite previsto no inciso I do § 3º do art. 6º-A diz respeito a valores que estão



dispensados de entrar no cômputo da parcela de 10% da carteira prevista no **caput** do art. 6º-A. Portanto, caso seja necessário manter mais de 5% do capital subscrito em caixa para o pagamento de eventuais despesas, o fundo poderá utilizar o limite de 10% previsto no referido **caput** do art. 6º-A.

Por essa razão, a redação do dispositivo foi mantida.

3.3.5. Art. 6º-A, § 3º, inciso II, “a”, da Instrução CVM nº 391, de 2003 – Operações de desinvestimento

A ANBIMA sugere que o prazo estipulado pela alínea “a” do inciso II do § 3º, seja alterado para 60 dias corridos a contar do dia do recebimento dos recursos e que exista a possibilidade de prorrogação do prazo em mais 60 dias para os recursos que serão reinvestidos, de modo a evitar novas chamadas de capital. A participante propõe a seguinte redação para o dispositivo:

“§3º Para o fim de verificação de enquadramento previsto no caput, deverão ser somados aos ativos previstos no art. 2º os seguintes valores: (...)

II – decorrentes de operações de desinvestimento:

a) no período ~~entred~~ sessenta dias a partir da data do efetivo recebimento dos recursos e o último dia útil do mês subsequente a tal recebimento com a possibilidade de prorrogação por mais sessenta dias para realização de reinvestimentos; (...)”

A Spalding Advocacia, no mesmo sentido de seu comentário em relação ao § 2º do art. 6º, sugere que o prazo previsto no art. 6º-A, § 3º, inciso II, “a”, seja alterado para 180 dias.

A CVM alterou a redação do dispositivo, de modo a (i) compatibilizar o prazo de reinvestimento previsto na alínea “a” do inciso II do § 3º com o prazo de investimento previsto no § 2º do art. 6º; e (ii) diferenciar as situações de reinvestimento daquelas em que os recursos são distribuídos aos cotistas do fundo. A CVM espera, assim, mitigar as preocupações manifestadas pelos participantes.

Em relação ao prazo de reinvestimento de recursos do FIP em ativos previstos no art.



2º da Instrução, é importante ressaltar que não há vedação à análise pela CVM de pleitos de prorrogação de prazo em casos excepcionais.

3.3.6. Art. 6º-A, § 3º, inciso II, “c”, da Instrução CVM nº 391, de 2003 – Operações de desinvestimento

A ABVCAP considera importante que *“os valores a receber decorrentes de desinvestimentos a prazo sejam considerados para fins de verificação do enquadramento”*. Nesse sentido, a participante propõe a seguinte redação para a alínea “c”:

“c) que ainda não tenham sido recebidos, quando o pagamento NÃO for à vista; e”

A CVM excluiu a alínea, uma vez que as situações de recebimento a prazo ou à vista já estavam acomodadas na alínea “a”, que trata apenas de recursos já efetivamente recebidos.

3.3.7. Art. 6º-A, § 3º, da Instrução CVM nº 391, de 2003 – Introdução de novo inciso

A Spalding Advocacia propõe a criação de uma nova exceção na verificação do enquadramento da carteira, permitindo *“o cômputo de provisões para o cumprimento de potenciais obrigações de pagamento decorrentes de ativos em fase de negociação, para os quais já estejam firmados documentos preliminares”*, conforme transcrito a seguir:

“Art. 6º-A (...)

§ 4º. §3º Para o fim de verificação de enquadramento previsto no caput, deverão ser somados aos ativos previstos no art. 2º os seguintes valores: (...)

III – que estejam provisionados para o cumprimento de obrigações atreladas a investimentos em fase de negociação, conforme os termos dos documentos preliminares já firmados pelo fundo, tais como cartas de intenções, opções de compra e memorandos de investimento, até a data do eventual adimplemento destas obrigações, que em nenhuma hipótese excederá a 180 (cento e oitenta) dias, sob pena de reversão da provisão aos cotistas, na forma de amortização.”



Os termos “fase de negociação” e “documentos preliminares” não asseguram que os recursos financeiros correspondentes serão aplicados nos valores mobiliários previstos no art. 2º da Instrução CVM nº 391, de 2003. Por isso, o dispositivo não foi inserido na Instrução.

Ainda assim, cabe ressaltar que o disposto no § 2º do art. 6º e na alínea “a” do inciso II do § 3º do art. 6º-A foi alterado a fim de dar maior prazo para a aplicação dos recursos do fundo.

3.3.8. Art. 6º-A, § 4º, inciso II, da Instrução CVM nº 391, de 2003 – Cancelamento de cotas para fins de reenquadramento da carteira do fundo

A ANBIMA entende que o cancelamento das cotas emitidas, nos termos do inciso II, não poderia implicar redução da quantidade de cotas a serem ofertadas pelo FIP, considerando que as cotas de FIP são geralmente passíveis de negociação pública.

A ABVCAP, por sua vez, alega que o cancelamento das cotas em decorrência da devolução dos valores referidos no inciso II “*enseja um prejuízo relevante ao gestor de private equity e venture capital, que assim perderá o compromisso de investimento referente aos valores devolvidos*”. Em razão disso, a participante sugere a exclusão da possibilidade de cancelamento, com a possibilidade de manutenção das cotas, que poderiam ser integralizadas novamente no futuro, quando os fundos negociarem nova oportunidade de investimento.

A CVM alterou o dispositivo a fim de atender as preocupações das participantes.

3.3.9. Art. 6º-A da Instrução CVM nº 391, de 2003 – Proposta de introdução de novo § 5º

De acordo com a ANBIMA, a Minuta deveria deixar claro que os rendimentos não devolvidos aos cotistas, conforme previsto no § 4º do **caput**, serão incorporados ao patrimônio líquido do fundo. Em função disso, a participante propõe que seja introduzido um novo § 5º a art. 6º-A com a seguinte redação:

“Artigo 6º - A (...)



§5º Eventuais rendimentos que não foram devolvidos aos cotistas, nos termos do parágrafo 4º acima, devem ser incorporados ao Patrimônio Líquido do fundo.”

A CVM não entende necessário fazer o ajuste proposto, uma vez que não haveria alternativa no caso, senão a incorporação ao patrimônio líquido do fundo. Por essa razão, a redação original foi mantida.

4. Proposta definitiva de instrução

A proposta definitiva de instrução alteradora da Instrução CVM nº 391, de 2003, que incorpora as sugestões acatadas acima mencionadas, segue em anexo ao presente relatório. A instrução alteradora da Instrução CVM nº 460, de 2007, será divulgada por ocasião da conversão da Medida Provisória nº 517, de 2010, em lei.

Rio de Janeiro, 3 de maio de 2011.

FLAVIA MOUTA FERNANDES

Superintendente de Desenvolvimento de Mercado