

São Paulo, 10 de fevereiro de 2014.

OF. DIR – 004/2014

Ilma.Sra.

Dra. Flávia Mouta Fernandes

Superintendência de Desenvolvimento de Mercado - SDM

Comissão de Valores Mobiliários – CVM

Rua Sete de Setembro, 111, 23º andar.

Rio de Janeiro - RJ

CEP: 20159-900

Ref.: Edital de Audiência Pública nº 13/13 – Fundo de Investimento em Ações – Mercado de Acesso (“Edital”).

Prezada Senhora,

Inicialmente, agradecemos a essa D. Comissão de Valores Mobiliários (“CVM”) pela iniciativa e ressaltamos a importância deste Edital para a estruturação de um arcabouço regulatório propício ao desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro.

Considerando as típicas dificuldades que empresas menores têm para acessar o mercado de capitais, em especial, o mercado de ações, entendemos como fundamental a criação de condições – regulatórias, tributárias e econômicas – que ajudem a viabilizar a captação de recursos por essas companhias, contribuindo, assim, para seu crescimento e para a geração de emprego e renda na economia brasileira.

As mencionadas dificuldades, do ponto de vista econômico, podem ser resumidas ao relevante custo operacional de realizar uma emissão de ações ou outro valor mobiliário e a regular preferência pela liquidez dos agentes, que se manifesta na restrita demanda por esses ativos e/ou na exigência de elevados retornos para compensar sua iliquidez.

Nesse sentido, a criação e difusão de estruturas que alavanquem a demanda por ativos de companhias menores é um relevante passo no sentido da consolidação de um mercado para os mesmos. A constituição de veículos de investimento específicos dedicados às ações de companhias menores se insere neste grupo de iniciativas, como

forma de, por um lado, assegurar a demanda por estes títulos e, por outro, fornecer aos investidores novas alternativas de investimento.

Cabe mencionar, inclusive, que a proposta ora tratada pelo Edital da D. CVM teve origem no trabalho do Comitê Técnico de Ofertas Menores (“CTOM”), grupo formado por ABDI, BM&FBovespa, BNDES, CVM, Finep, ANBIMA, entre outros, que elaborou um extenso plano de ação para a viabilização do acesso de companhias menores ao mercado de capitais. Os Fundos de Ações – Mercado de Acesso constituem, portanto, importante peça neste conjunto de iniciativas.

Para referência futura neste documento, quando designamos:

- “Mercado de Acesso” – nos referimos ao segmento de negociação de valores mobiliários, voltado ao mercado de acesso, instituído por bolsa de valores ou por entidade do mercado de balcão organizado;
- “valores mobiliários emitidos por companhias fechadas” – nos referimos a ações, debêntures, bônus de subscrição, ou outros títulos e valores mobiliários conversíveis ou permutáveis em ações de companhias fechadas;
- “Fundo Mercado de Acesso (FMA)” – nos referimos a Fundos de Investimento em Ações – Mercado de Acesso, constituídos sob a forma de condomínio aberto ou fechado, cuja política de investimento preveja que, no mínimo, 2/3 (dois terços) do seu patrimônio líquido seja investido em companhias listadas no Mercado de Acesso e que assegure vínculo a práticas diferenciadas de governança corporativa;
- “Fundo Fechado Mercado de Acesso (FFMA)” - nos referimos aos Fundos de investimento em Ações – Mercado de Acesso que, adicionalmente ao previsto para os FMAs, sejam constituídos sob a forma de condomínio fechado, e estejam autorizados a investir até 1/3 (um terço) do seu patrimônio líquido em valores mobiliários emitidos por companhias fechadas.

Segue a essa breve introdução um conjunto de considerações iniciais sobre a proposta da D. CVM, que detalha algumas questões fundamentais relacionadas à criação dos FMAs. Essas questões são analisadas nas Seções 1 e 2, nas quais destacamos, respectivamente, a relação de interdependência entre os FMAs e o Mercado de Acesso, além de um conjunto de dificuldades operacionais de implementação desses fundos, com o

apontamento de possíveis soluções, detalhadas posteriormente nos comentários e sugestões específicos desta Associação à referida audiência pública.

Seção 1: Da interdependência entre o Mercado de Acesso e os veículos de investimento dedicados

O aprimoramento de um arcabouço regulatório no sentido de proporcionar melhores condições de acesso das companhias de menor porte ao mercado de capitais deve pressupor um conjunto de propostas que modifiquem o comportamento de emissores, investidores e intermediários.

Foi nesse intuito que o CTOM estruturou um enredo de propostas em que busca atingir cada um desses agentes, de modo a alavancar o mercado de acesso atualmente existente e, eventualmente, criar condições para o surgimento de outros segmentos especiais de listagem. Mais importante que os segmentos em si, contudo, é a criação de um regular mercado de valores mobiliários para as companhias menores que possa contribuir para seu desenvolvimento.

Retomando o argumento teórico de origem, a regular preferência pela liquidez dos agentes econômicos, característica das modernas economias empresariais, torna restrita a demanda por ativos de empresas menores, dificultando o acesso dessas companhias ao mercado de capitais. Isso ocorre porque a maior incerteza relacionada às suas atividades e, portanto, a seus ativos implica, via de regra, a exigência de taxas de retorno mais elevadas pelos investidores, o que acaba por tornar os custos das emissões elevados perante os olhos e as necessidades dos emissores.

Mais que isso, as taxas exigidas pelos investidores para abrir mão de ativos mais líquidos face aos ativos de empresas menores podem ser suficientemente altas para fazer com que, simplesmente, não haja demanda por esses títulos, acarretando uma situação de escassez de recursos disponíveis para financiar os planos de crescimento e investimento dessas companhias¹.

A presente iniciativa, de criação de fundos de investimento dedicados à aquisição de ações de companhias menores, listadas ou não em segmentos de acesso, corresponde à tentativa de criar uma demanda de reserva por valores mobiliários emitidos por essas empresas, viabilizando seu acesso ao mercado de capitais e, portanto, seu desenvolvimento.

¹ Sobre a relação entre preferência pela liquidez e a demanda por ativos, ver: Keynes, J. M. (2007). *The General Theory of Employment, Interest and Money*, Capítulo 17. London: Palgrave/MacMillan. Alternativamente, ver: Carvalho, F. J. C. (1992). *Mr. Keynes and the Post-Keynesians*, Capítulos 6, 7 e 9. Cheltenham: Edward Elgar.

Isso ocorre através da fixação perene de um grupo de investidores na ponta final da demanda por ações de empresas menores, notadamente, os próprios fundos de investimento dedicados, no papel de investidores institucionais. Tais fundos, se devidamente bem sucedidos e consolidados, passam a representar também ativos – no caso, suas cotas – com perfis de retorno e risco que podem se adequar de forma mais apropriada às necessidades dos investidores individuais e demais participantes do mercado, bem como representam importantes contrapartes a fornecer liquidez nos mercados secundários².

Logo, embora os veículos de investimento específicos correspondam a um mecanismo visando à atração de novos investidores, também se espera, com sua criação, um impacto na atuação dos emissores e dos intermediários financeiros: os FMAs contribuem para o aumento do público-alvo e da quantidade de recursos disponíveis para o fomento do Mercado de Acesso, o que tende a diminuir a incerteza e, conseqüentemente, contribuir para uma percepção menos aguda dos agentes acerca do risco das ofertas de ativos de empresas menores.

Nesse contexto, embora a proposta contida no Edital em análise diga respeito, eminentemente, à constituição de um instrumento dedicado à alteração da forma de atuação dos investidores, paralelamente, proporciona uma mitigação das dificuldades de captação de recursos das companhias de menor porte, garante que essas ofertas públicas impliquem menor risco para os seus intermediários e facilita o processo de transição das companhias entre as fases pré- e pós-abertura de capital.

Cabe destacar que, no caso brasileiro, a proposta de criação dos FMAs formulada pelo CTOM busca se valer de uma série de qualidades da indústria local de fundos de investimento (7^a do mundo em termos de ativos sob gestão), como forma de alavancar a demanda por ativos do Mercado de Acesso:

- sua capacidade de captação de recursos;
- o fato de todos os veículos de investimento serem regulados;
- certeza jurídica;
- *expertise* e experiência de gestão;
- resiliência demonstrada por esses veículos, em especial, no período recente de turbulência financeira (2008-2012).

² Com efeito, pode-se afirmar que um dos papéis fundamentais do sistema financeiro diz respeito à criação de ativos que possam ser atrativos como instrumento de manutenção da riqueza dos agentes econômicos. Ver: Carvalho, F. J. C. (2010). “Reformas financeiras para apoiar o desenvolvimento”. Textos para Discussão CEPAL-IPEA, n. 14. CEPAL-IPEA: Brasília.

Sem embargo, é nosso entendimento que os efeitos da criação desse tipo de fundos de investimento não podem ser analisados isoladamente. Entendemo-nos, de fato, como uma espécie de pré-condição para o desenvolvimento do Mercado de Acesso. Mas cabe lembrar que, embora necessária, não é uma condição suficiente para garantir o sucesso desse mercado, que depende também e diretamente de emissores e intermediários – portanto, da efetividade das outras medidas propostas pelo CTOM.

Nesse particular, destacamos a relação de interdependência extremamente importante criada entre o Mercado de Acesso e o “mercado” de FMAs: o desenvolvimento dos veículos de investimento específicos não pode ser dissociado do sucesso e da atratividade dos segmentos de negociação de valores mobiliários estabelecidos em bolsas de valores ou mercados de balcão organizado voltados a empresas menores; porém, simultânea e principalmente, o próprio sucesso e atratividade desses segmentos estão condicionados ao sucesso dos FMAs.

Em outras palavras, destacamos que será complexo dinamizar os FMAs sem que existam valores mobiliários elegíveis em quantidade – e qualidade – suficiente, que possibilitem à gestão desses veículos sequer realizar um processo de seleção de ativos apropriado. Por sua vez, a inexistência de FMAs adequados restringirá os recursos disponíveis para colocação do capital das companhias de menor porte, sem eliminar as condições regulares de dificuldade de acesso ao mercado de capitais dessas firmas.

Disso, segue-se o princípio de que o maior ou menor desenvolvimento de um mercado condiciona a prosperidade do outro, o que determina uma dinâmica importante para o efetivo sucesso da proposta de criação dos FMAs. Tal princípio estará sempre subjacente aos comentários ao Edital ora em análise.

Seção 2: Liquidez, limites de concentração, prazos e precificação

Além do exposto acima na Seção 1, perspectivamos algumas dificuldades de natureza operacional que podem constituir entraves ao desenvolvimento dos dois mercados mencionados – o Mercado de Acesso e o mercado de FMAs.

Nesta seção, buscamos discutir essas dificuldades à luz de possíveis soluções de ordem regulatória. São elas: a baixa liquidez dos ativos financeiros elegíveis para a carteira desses fundos, o baixo número de companhias listadas no Mercado de Acesso, dificuldades de avaliação dessas companhias e consequente mensuração do retorno desses fundos e a baixa liquidez de suas cotas.

a. Baixa liquidez dos ativos financeiros elegíveis

Como referido acima, as empresas-alvo do Mercado de Acesso são empresas menores, cuja visibilidade e transparência são relativamente mais limitadas. Muitas vezes, tais companhias são também de natureza familiar e com padrões de governança menos exigentes. Sua capacidade financeira também não pode ser equiparada a de empresas maiores, nem sua teia de relações dentro da economia.

Tais características permitem associar uma elevada incerteza, tal como já adiantamos acima, às atividades dessas companhias e, em especial, ao resultado e retorno dos investimentos por elas implementados. Implica, portanto, maior dificuldade na determinação das potenciais taxas de retorno desses ativos e, em geral, menor liquidez dos mesmos, o que obriga a uma maior *due dilligence* por parte dos seus potenciais investidores.

No caso concreto dos FMAs, cujo portfólio é dedicado a esses ativos de empresas menores, o problema levantado é perene. Será característico o investimento desses veículos em valores mobiliários considerados de menor liquidez e maior risco. Isso é particularmente relevante para os FFMA's que aloquem seus recursos em valores mobiliários emitidos por companhias fechadas – sequer mercados secundários podem ser constituídos para esses valores.

Assim sendo, se faz relevante para os FMAs a previsão e/ou criação de mecanismos que ajudem a mitigar a expectável menor liquidez dos ativos, como, por exemplo, o alargamento de prazos de enquadramento dos investimentos ou a possibilidade de investir transitoriamente em outros ativos de modo a atribuir maior flexibilidade e capacidade de adaptação à gestão.

b. Baixo número de companhias listadas no Mercado de Acesso e limites de concentração

O Mercado de Acesso brasileiro pode ser caracterizado como um mercado recente e não consolidado, pois não possui praticamente empresas listadas e histórico de negociação. Há, portanto, uma menor disponibilidade de ativos listados neste segmento, o que gera uma situação de relativa escassez de ativos elegíveis para compor as carteiras dos FMAs. É inevitável, nesse contexto, a necessidade de concentração dos investimentos desses veículos em alguns poucos ativos e emissores – pelo menos num período inicial.

Esta condição se reproduz no caso dos FFMA's, onde, além dos ativos listados em Mercado de Acesso, é facultada a possibilidade de investimento de um terço de seu portfólio em valores mobiliários emitidos por companhias fechadas. A imposição de limites de concentração em emissores específicos pode configurar uma importante restrição ao desenvolvimento desses veículos num primeiro momento. Assim, consideramos fundamental prever a não observância de limitações que garantam maior

versatilidade à gestão, na qual se insere a total flexibilização de eventuais limites de concentração em emissores companhias fechadas .

Adicionalmente, a falta de profundidade do Mercado de Acesso também pode ser relacionada à necessidade de existência de maiores lapsos temporais para implementação dos limites das políticas de investimento e enquadramento de portfólio. Um prazo maior para implementação das políticas e enquadramento satisfaz três premissas: (i) reduz o imediatismo de resultados do investimento; (ii) facilita a *due dilligence* do fundo e a seleção de ativos pelos gestores; e (iii) garante a existência de recursos disponíveis para serem investidos ao longo de um período maior de tempo.

Considerando o exposto na Seção 1, destacando a interdependência entre o Mercado de Acesso e de FMAs, a flexibilização dos limites de concentração e dos prazos de implementação da política de investimento, e enquadramento desses fundos, pode ser um condicionante importante do sucesso dos FMAs e, assim, do próprio Mercado de Acesso.

c. Dificuldades de avaliação das companhias e mensuração do retorno

Embora os FMAs prevejam investir essencialmente (mais que 2/3 de seu portfólio) em ações de companhias listadas, cujo preço é formado em mercado, as razões explicitadas nos dois pontos anteriores – baixa liquidez dos ativos e falta de profundidade de mercado – sugerem que a marcação a mercado do preço desses ativos pode não ser totalmente confiável.

Por outro lado, os FFMA's podem investir em companhias fechadas cuja avaliação poderá exigir *expertise* específica, podendo não refletir a todo o momento o patrimônio, o seu valor de mercado, assim como esse valor de mercado poder estar dissociado do eventual valor de realização.

Em ambos os casos, fica claro que não é trivial determinar o valor dos ativos de companhias menores, o que também implica uma dificuldade em associar o comportamento desses fundos a algum índice de referência, dada a ausência de histórico de informação no Mercado de Acesso. Nosso entendimento é que até neste particular as diferenças entre FMAs abertos e fechados são tênues, haja vista que ambos competem essencialmente pelos mesmos tipos de ativos, podendo os indicadores de referência ser muito aproximados.

A posição da CVM da necessidade de alinhamento dos interesses da gestão com a dos investidores fundamentando a cobrança de taxa de performance, explanada no edital, é corroborada pela ANBIMA. No entanto, consideramos que, tecnicamente, as propostas

apresentadas poderão trazer dificuldades de natureza operacional – inviabilizando até, em última análise, a sua cobrança.

d. Baixa liquidez das cotas dos FMAs

Em que pese que a proposta preveja a constituição de FMA sob a forma de condomínio aberto e FMA sob a forma de condomínio fechado (FFMA) admitido à cotação, consideramos que este segmento terá menor visibilidade do que outros da indústria de fundos, como, por exemplo, ETFs ou fundos cujos *benchmarks* são os principais índices. Daí que seja muito provável que, especialmente para FFMA, o desinvestimento acarrete dificuldades ou custos acrescidos.

Nesse pressuposto, parece-nos que a proposta constante deste edital de recompra de cotas seja um mecanismo muito interessante para aumentar a liquidez desses fundos em mercado secundário. À semelhança do realizado em ações de *small caps*, acreditamos que a possibilidade de introduzir serviços de formadores de preço trará maior interesse a este veículo de investimento.

Postas as observações das Seções 1 e 2, que servem como referência para toda a análise subsequente, detalharemos nossos comentários e sugestões sobre o conjunto de propostas apresentado pelo Edital na minuta de instrução alteradora da Instrução da CVM nº 409.

Seção 3: Comentários e Sugestões pontuais ao Edital

1. Da Estrutura dos FMAs

1.1. A regra estabelecida no Art. 95-B, §2º da Instrução CVM nº 409 permite, desde que previsto em regulamento e prospecto (se aplicável), a não observância dos limites por emissor para os ativos financeiros listados no inciso I, do § 1º do *caput*³. Essa isenção se aplica também aos FMAs, independente da sua forma de constituição.

Porém, no caso dos FFMA que investem em valores mobiliários emitidos por companhias fechadas, nas condições previstas no art. 95-B, § 6º, a redação proposta pelo edital não garante a isenção mencionada para tais ativos, uma vez que estes não estão relacionados no inciso I, do § 1º, do art. 95-B.

³ Desde que admitidas à negociação em bolsa de valores ou entidade do mercado de balcão organizado: ações; bônus ou recibos de subscrição e certificados de depósito de ações admitidas à negociação nas entidades mencionadas; e cotas de fundos de ações e cotas dos fundos de índice de ações. Além disso, são incluídos os Brazilian Depositary Receipts classificados como nível II e III, de acordo com o art. 3º, § 1º, incisos II e III da Instrução CVM nº 332, de 04 de abril de 2000.

Nosso entendimento é que, devido às características deste mercado – baixa liquidez e baixo número de emissores, como detalhado nas Seções 1 e 2 –, os FFMA's que invistam em valores–mobiliários emitidos por companhias fechadas também poderiam se valer da faculdade de concentrar seus investimentos em poucos ou em um único emissor.

Neste contexto, sugerimos a inclusão da seguinte redação:

Art. 95-B [...]

§ 8º O disposto no § 2º se aplica aos investimentos nos ativos financeiros mencionados no §5º, inciso II.

- 1.2. Corroborando o diagnóstico realizado pelo CTOM, entendemos que a provável menor liquidez dos ativos que irão compor os FMA's e o reduzido número de companhias listadas, especialmente na fase inicial após sua implementação, impactam na adequação de alguns aspectos da sistemática atual, aplicável aos fundos 409. Esse impacto poderá ser mais relevante no que diz respeito às regras de enquadramento.

O novo parágrafo 5º do artigo 95-B estabelece que o FMA deverá ter em sua política de investimento, no mínimo, 2/3 (dois terços) de seu patrimônio líquido investido em ações do Mercado de Acesso.

De acordo com o artigo 91 da Instrução CVM nº 409, fundos abertos têm 60 (sessenta) dias, a contar da data da primeira integralização de cotas para enquadrarem sua carteira, enquanto fundos fechados têm 180 (cento e oitenta) dias para realizar o referido enquadramento.

Considerando as características do mercado em questão e o grau de diligências prévias que o gestor deverá realizar para decisão de investimento nas companhias do Mercado de Acesso, é possível que o prazo de 60 (sessenta) dias, a contar da data da primeira integralização de cotas, para fundos abertos, não seja suficiente para o enquadramento da carteira do fundo com relação à aquisição de participação em companhias do Mercado de Acesso.

Nesse contexto, recomendamos que este prazo de enquadramento seja alargado e possa estar associado a uma cláusula de sucesso diretamente relacionada com o desenvolvimento do Mercado de Acesso (e.g., número de empresas listadas).

No que diz respeito ao prazo, propomos a ampliação deste para o enquadramento dos FMAs abertos e FFMA's, dispostos no parágrafo 5º do artigo 95-B, para 180 (cento e oitenta) dias, a contar da data da primeira integralização de cotas.

Pelo exposto, abaixo propõe-se a alteração à Instrução, criando um novo dispositivo que atenda à realidade destes fundos .

Art. 91. [...]

Parágrafo Único: Os Fundos de Ações – Mercado de Acesso, constituídos sob a forma de condomínio aberto, desde a sua constituição, terão o prazo de 180 (cento e oitenta dias), a contar da data da primeira integralização de cotas, para atingir os limites de concentração por emissor e por modalidade de ativo estabelecidos em seu regulamento.

Além disso, caso o Mercado de Acesso não apresente condições para uma diversificação eficiente, poderão ser concedidas algumas possibilidades para os veículos mitigarem esta dificuldade. Durante o período de enquadramento, estes fundos poderiam, por exemplo: investir em ativos diferentes dos previstos no parágrafo 5º, do art. 95º-B, podendo prever o investimento em companhias listadas nos índices de “*small-caps*” ou, ainda, prever que o FMA aberto, durante o período em que o fundo se encontra desenquadrado, não admita resgates.

Um período inicial de dois anos para o enquadramento dos FMAs permitiria a criação de novos veículos de investimento e sinalizaria às promitentes companhias que acessam/desejam acessar o Mercado de Acesso da existência de financiadores consolidados prontos a apoiá-las na fase de abertura de capital. Paralelamente, manter este prazo alargado para novos fundos pode ter um efeito no desenvolvimento sustentável do Mercado de Acesso que persiste ao longo do tempo e durante a fase de maturidade quando o número de novas ofertas estabilize.

O prazo sugerido para além de ser máximo deverá ser articulado com incentivos para o gestor enquadrar o mais cedo possível o fundo como FMA. Finalizado esse prazo, o regulamento e prospecto do fundo deverá prever soluções caso o desenquadramento se mantenha. Em qualquer circunstância, o cotista não deverá ser penalizado pelo encerramento antecipado.

- 1.3. Na mesma linha do comentário anterior, tendo em vista a menor liquidez dos ativos que compõem as carteiras dos FMAs e a adstrita disponibilidade destes, propomos que os prazos para o reenquadramento do fundo, em caso de desenquadramentos passivos, sejam ajustados. O reenquadramento do fundo deve ocorrer em condições que permitam ao gestor tomar decisões refletidas, considerando as restrições a que

está sujeito. Dessa forma, o nosso entendimento é que o prazo de 15 dias, atualmente previsto no art. 89 da Instrução CVM nº 409, não é suficiente para o reenquadramento do fundo.

Entendemos que o reenquadramento, nesses casos, possui características semelhantes ao reenquadramento dos fundos de investimento em participações (“FIPs”), tendo em vista que estes, de forma semelhante aos FMAs, podem adquirir ativos em mercados de baixa liquidez. Por conseguinte, para os casos de reenquadramentos passivos, sugerimos a utilização de regra similar à aplicável aos FIPs (art. 2º, § 9º, da ICVM nº 391).

Esta proposta de alinhamento entre a Instrução da CVM nº 409 e a Instrução da CVM nº 391, bem como outras semelhantes ao longo deste ofício, trará, do nosso ponto de vista, vantagens de *compliance* resultantes de uma maior harmonização regulatória.

Entendemos que o reenquadramento, nesses casos, poderá demandar diligências adicionais ao gestor, pois caso este não consiga adquirir ativos listados no segmento voltado ao mercado de acesso para providenciar o reenquadramento do fundo, dado a menor liquidez e a possibilidade deste mercado ser composto por poucos ativos, uma das alternativas possíveis para o reenquadramento seria a imediata convocação pelo administrador de assembleia para deliberar sobre o pagamento de amortização aos cotistas em valor suficiente para realizar o reenquadramento da carteira, o que demandaria prazos superiores para o reenquadramento do fundo, bem como o cumprimento dos trâmites necessários para a realização da assembleia.

Dessa forma, segue proposta de artigo a ser inserido na ICVM nº 409 que reflete os pontos mencionados acima, prevendo a obrigatoriedade de comunicação à CVM, caso o fundo não seja reenquadrado dentro de 30 dias:

Art. 89-A. No caso de Fundos de Ações – Mercado de Acesso, o administrador e o gestor não estão sujeitos às penalidades aplicáveis pelo descumprimento dos limites de concentração e diversificação de carteira, e concentração de risco, definidos no regulamento de investimento e na legislação vigente, 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, observado que o administrador deve comunicar à CVM, depois de ultrapassado o prazo de 30 (trinta) dias do referido desenquadramento passivo, a ocorrência de tal desenquadramento, com as devidas justificativas, informando ainda o reenquadramento da carteira, no momento em que ocorrer.

Tendo em vista que a proposta acima prevê a obrigatoriedade de comunicação à CVM após o prazo de 30 (trinta) dias, caso a CVM não considere suficientes as justificativas apresentadas pelo administrador, esta poderá determinar que o administrador e o gestor providenciem o reenquadramento da carteira, podendo estabelecer prazo máximo para o cumprimento desta determinação.

- 1.4. Conforme proposto no edital, os FFMA's poderão investir até 1/3 (um terço) do seu patrimônio líquido em valores mobiliários emitidos por companhias fechadas, desde que, dentre outros requisitos, o fundo participe do processo decisório da referida companhia.

Em consonância com as práticas atualmente aplicadas aos FIPs (art. 2º, § 7º, II, da ICVM nº 391⁴), sugerimos a flexibilização deste requisito durante o período de desinvestimento de cada companhia investida, podendo o fundo adotar uma estratégia de desinvestimento gradual, deixando de ter influência na gestão da companhia investida na medida em que diminuir sua participação.

Com efeito, a D. CVM manifestou-se favorável à referida flexibilização no caso dos FIPs, conforme exposto no Edital de Audiência Pública SDM nº 07/2013:

“Para os membros do Comitê [Técnico de Ofertas Menores], flexibilizar o requisito de participação na gestão na fase de desinvestimento de cada companhia investida seria importante porque um FIP poderia adquirir participação em uma companhia fechada, contribuir com sua estratégia e gestão na fase de investimento e maturação, promover a oferta inicial dessa companhia e, depois, adotar uma estratégia de desinvestimento gradual, deixando de ter influência na gestão da investida na medida em que diminui sua participação.

A CVM acredita que essa é uma estratégia legítima. A efetiva influência na definição da política estratégica e gestão é mais relevante no período da maturação do investimento. E é compreensível que tais comportamentos deixam de ser exigíveis quando o fundo efetivamente iniciou sua fase de desinvestimento.”
(p. 4, grifos nossos)⁵.

Desse modo, considerando o entendimento prévio da CVM sobre a questão e que se trata de previsão importante e com especial relevância quando próximo ao término

⁴ Parágrafo incluído pela Instrução CVM nº 540/13, que reflete proposta elaborada pelo Comitê Técnico de Ofertas Menores para os referidos veículos de investimento (FIPs). Ver: <http://www.bmfbovespa.com.br/empresas/download/Financiamento-para-pequenas-e-medias-empresas.pdf> (acesso em 03/02/2014).

⁵ Edital de Audiência Pública SDM nº 07/2013, que deu origem à ICVM nº 540/13 mencionada na nota de rodapé anterior. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/port/audi/ed0713sdm.pdf> (acesso em 03/02/2014).

do prazo de duração dos FFMA's, sugerimos a inclusão dessa previsão também para estes veículos de investimento, através de um novo parágrafo (9º, já considerando a inclusão sugerida no item 1.2).

Além disso, sugerimos, tal como na ICVM nº 391/03, que o regulamento dos FFMA's que desejam se valer dessa prerrogativa detalhem a política de desinvestimento empregada pelos mesmos. Isso implica a inclusão de um novo inciso (XIX) ao artigo 41 da ICVM nº 409/04.

Art. 41 [...]

XIX – política de desinvestimento, exclusivamente, no caso dos Fundos de Ações – Mercado de Acesso, tal como definidos no § 5º do art. 95-B, constituídos sob a forma de condomínios fechados, que se utilizem da prerrogativa do § 5º, inciso II, do art. 95-B.

Art. 95-B, [...]

§ 9º O requisito de que trata o inciso I deste § 6º não se aplica no período de desinvestimento do fundo em cada companhia investida.

- 1.5. Considerando as normas vigentes no único Mercado de Acesso atualmente existente no Brasil, notadamente, o segmento Bovespa Mais, da BM&FBovespa, o nível de governança diferenciado ali requerido exige que o mandato do Conselho de Administração das companhias tenha prazo máximo de 2 (dois) anos, permitindo, ainda, a reeleição dos conselheiros⁶.

Tal prática de governança é também requerida no caso de outros segmentos especiais de listagem da BM&FBovespa, explicitamente, Novo Mercado, Nível 1 e Nível 2⁷. Tal fato aponta para a consolidação da adoção do prazo de até dois anos para os mandatos dos Conselhos de Administração como uma boa prática de governança no mercado brasileiro.

⁶ “4.3 **Mandato.** Os membros do conselho de administração da Companhia terão mandato unificado de, no máximo, 2 (dois) anos, sendo permitida a reeleição.” Ver: Regulamento de Listagem do Bovespa Mais, disponível em: <http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/servicos/download/Regulamento-de-Listagem-do-Bovespa-Mais-vigente-a-partir-de-22-01-2014.pdf> (acessado em 03/02/2014).

⁷ Para mais informações e consulta aos regulamentos dos segmentos mencionados, acessar: <http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/servicos/solucoes-para-empresas/segmentos-de-listagem/o-que-sao-segmentos-de-listagem.aspx?Idioma=pt-br> (acessado em 03/02/2014).

Assim, sugerimos um ajuste na redação da alínea b do parágrafo 6º do artigo 95-B, ampliando o requerimento de prazo do mandato unificado do Conselho de Administração de 1 (um) para no máximo 2 (dois) anos⁸.

Art. 95-B, § 6º [...]

b. estabelecimento de um mandato unificado de ~~1 (um)~~ no máximo 2 (dois) anos para todo o Conselho de Administração;

1.6. O parágrafo 6º, I, do artigo 95-B estabelece que o FFAM que investir até 1/3 (um terço) do seu patrimônio líquido em valores mobiliários emitidos por companhias fechadas deve, dentre outros requisitos, participar do processo decisório da investida.

Com base no preâmbulo do edital⁹, recomendamos que referido normativo estabeleça que a participação no processo decisório da companhia investida poderá ocorrer, nos mesmos moldes de que trata a Instrução CVM nº 391/03, (i) pela detenção de ações que integrem o respectivo bloco de controle; (ii) pela celebração de acordo de acionistas: ou, ainda, (iii) pela celebração de ajuste de natureza diversa ou adoção de procedimento que assegure ao fundo efetiva influência na definição de sua política estratégica e na sua gestão. Dessa forma, sugerimos que a redação que determina a participação no processo decisório da companhia fechada investida esteja em consonância com o dispositivo análogo disposto na ICVM nº 391 (art. 2º, §2º). Isto posto, sugerimos a inclusão da lista exaustiva de todas as formas de participação previstas naquela Instrução .

Art. 95-B [...]

§ 6º O fundo que se utilizar da prerrogativa do § 5º, inciso II, deste artigo deve:

I – participar do processo decisório da companhia investida, com efetiva influência na definição de sua política estratégica e na sua gestão, notadamente através da indicação de membros do Conselho de Administração, podendo essa participação ocorrer:

- a) pela detenção de ações que integrem o respectivo bloco de controle;
- b) pela celebração de acordo de acionistas; ou
- c) pela celebração de ajuste de natureza diversa ou adoção de procedimento que assegure ao fundo efetiva influência na definição de sua política estratégica e na sua gestão. e

⁸ Para fins de harmonização regulatória, seria importante rever também este prazo para o caso dos FIPs, conforme regidos pela ICVM nº 391/03.

⁹ De acordo com o item 2.1. do EAP 13/2013 os FFAM deverão participar do processo decisório das companhias investidas nas mesmas condições atualmente exigidas dos fundos de investimento em participação – FIP.

II – investir somente em companhias fechadas [...]:

2. Da avaliação das companhias fechadas

2.1. Julgamos que a avaliação, a valor justo, não deve ter efeito sobre a cobrança da taxa de performance, tendo em vista que o valor de avaliação pode diferir significativamente do efetivo valor de realização da Companhia Investida. Isso posto, entendemos que, para a cobrança das taxas de administração e performance, deve ser utilizado o valor de custo.

Porém, cabe acomodar circunstâncias de mercado que tenham impacto negativo no valor das companhias, que, por sua vez, não estariam refletidas no valor de custo. Dessa maneira, sugerimos que, seguindo a regulamentação vigente e o período proposto no edital, o Administrador faça a avaliação do valor justo e compare-o com o valor de custo, adotando o menor valor para cobrança das referidas taxas.

No caso da avaliação feita pelo Administrador, sugerimos que fique disponível o detalhamento da metodologia aplicada para avaliação por valor justo.

É facultada também, para a avaliação das companhias, a contratação de terceiro independente, devendo, neste caso, ser utilizada tal avaliação para cobrança das taxas.

2.2. Tendo em vista que nos FFMA's, o Administrador poderá contratar empresa de consultoria especializada para a avaliação do valor justo das companhias fechadas investidas, sugerimos que sejam incluídos no rol dos encargos do fundo os custos da referida contratação para a elaboração de laudo de avaliação, nos casos em que se fizer necessário.

Art. 99 [...]

XIII – em relação aos Fundos de Ações – Mercado de Acesso constituídos sob a forma de condomínio fechado, os custos relacionados à contratação de consultoria especializada para elaboração de laudo de avaliação das companhias fechadas investidas, na hipótese em que haja tal contratação;

3. Recompra de cotas

3.1. Quanto à possibilidade de recompra de cotas, nosso questionamento limita-se ao entendimento manifestado na exposição de motivos do edital, no qual é definido que a recompra se dará desde que haja “reservas”.

Tal redação confunde-se com o conceito contábil das companhias, que em seu balanço possuem contas destinadas às reservas, o que por sua vez acarretaria, por parte dos fundos, na necessidade de provisionamento.

Pedimos que seja confirmado que essa recompra será possível, mediante a disponibilidade de caixa do fundo, assegurando também que o cancelamento das cotas recompradas ocorra contra o patrimônio do fundo.

- 3.2. Em nossa opinião, no que tange ao prazo de comunicação da intenção de recompra de cotas, é proposto um lapso temporal demasiado longo tendo em conta as vicissitudes do mercado acionário e o comportamento do valor de negociação no mercado secundário das empresas de menor porte normalmente com características mais erráticas.

Adicionalmente, a literatura financeira reconhece que as cotações de empresas listadas de menor porte tendem a ser mais voláteis e mais susceptíveis de serem influenciadas por fatos relevantes. Como referido anteriormente, os FMAs podem ter ainda uma menor diversificação de ativos nas carteiras pelo que é expectável que estes fundos sejam mais voláteis que os tradicionais fundos de ações.

Atento ao exposto, a nossa proposta é que o prazo comunicação da intenção de recompra de cotas seja reduzido de 14 (quatorze) para 5 (cinco) dias úteis.

§ 7º Para efeito do disposto no § 6º deste artigo, o administrador do fundo deve comunicar a intenção de recompra, por meio de comunicado ao mercado arquivado, com pelo menos ~~14 (atorze)~~ 5 (cinco) dias úteis de antecedência da data em que pretende iniciar a recompra, junto à entidade administradora do mercado organizado no qual as cotas estejam admitidas à negociação.

- 3.3. Adicionalmente ao mecanismo de recompra das cotas do fundo, propomos a possibilidade de atuação de formadores de mercado para o FFMA, visando a garantir liquidez das cotas desses fundos.

Dessa forma, tendo em vista que uma das características principais de referido fundo é o longo prazo do investimento, entendemos salutar a existência de provedores de liquidez para fornecer uma saída aos investidores que assim desejarem, uma vez que os investidores, em geral, são atraídos por mercados com maior liquidez. Nesse sentido, o investidor não dependerá exclusivamente de instrumentos como o mecanismo de recompra para garantir a liquidez das cotas do fundo.

Em consonância com as recentes alterações na Instrução que regulamenta os fundos de investimento imobiliários (“FIIs”), sugerimos que seja facultado aos Fundos de Ações - Mercado de Acesso constituídos sob a forma de condomínio fechado, a contratação de formadores de mercados (art. 15, XXV, art. 31, IV e art 31-A, da ICVM nº 472). Com este intuito, sugerimos os seguintes ajustes na a Instrução CVM nº 409:

95-B, [...]

§ 9º¹⁰ O regulamento do Fundo de Ações – Mercado de Acesso constituído sob a forma de condomínio fechado pode autorizar a contratação de formador de mercado.

§ 10º O serviço de formador de mercado de que trata o § 9º pode ser prestado por pessoas jurídicas devidamente cadastradas junto às entidades administradoras dos mercados organizados, observada a regulamentação em vigor.

§ 11º Sem prejuízo do disposto nos §§ 9º e 10º, devem ser observados os seguintes critérios:

I - É vedado ao administrador e ao gestor o exercício da função de formador de mercado para as cotas do fundo.

II - A contratação de partes relacionadas ao administrador e ao gestor do fundo para o exercício da função de formador de mercado deve ser submetida à aprovação prévia da assembleia geral de cotistas.

III - A contratação de formador de mercado ou o término da prestação do serviço deve ser divulgada como fato relevante nos termos do art. 72.

3.4. Em complemento ao item 3.3, sugerimos que a contratação deste prestador de serviço seja incluída na lista de encargos do Fundo, em consonância com a alteração realizada na Instrução de FIIs (art. 47, VIII, da ICVM nº 472).

Art. 99 [...]

XIV¹¹ - honorários e despesas relacionadas à atividade de formador de mercado, para o Fundo de Ações – Mercado de Acesso constituído sob a forma de condomínio fechado;

¹⁰ Sugerimos a inclusão do § 9º, no art. 95-B, da ICVM nº 409, tendo em vista que no item 1.2 deste Ofício há a sugestão da inclusão de § 8º para este mesmo artigo.

¹¹ Sugerimos a inclusão do inciso XIV ao art. 99, da ICVM nº 409, pois no item 2.2 deste Ofício há a solicitação da inclusão de inciso XIII para este mesmo artigo.

4. Cobrança da Taxa de Performance

4.1. A minuta propõe dois novos critérios para cobrança da taxa de performance, que pelo entendimento da ANBIMA, podem trazer dificuldades para a sua plena implementação. Listamos abaixo, algumas considerações para reflexão:

a. Cobrança no encerramento do fundo:

Se considerarmos que o fundo irá provisionar, ao longo de sua vida, aos valores de performance que serão cobrados no seu encerramento, e que segundo sua política de desinvestimento irá, por exemplo, efetuar pagamento de amortização aos seus cotistas, podemos incorrer numa situação em que, a disponibilidade de caixa e até mesmo o total de ativos do fundo, não seja capaz de honrar com os valores de performance que devem ser pagos pelo fundo.

b. Cobrança periódica:

Se ao final do período de apuração de taxa de performance, o valor da cota estiver abaixo do valor da cota por ocasião da última cobrança, o Administrador deverá restituir o fundo a diferença entre o valor pago e aquele que seria devido.

Tal possibilidade é considerada extremamente prejudicial ao mercado, uma vez que os valores recebidos como taxa de performance serão integralmente tributados pela Receita Federal no momento do recebimento, gerando custo oneroso e ineficiência fiscal caso seja posteriormente revertido.

Outra implicação diz respeito à Resolução Nº 3.334, do Conselho Monetário Nacional, que em seu art. 6º, Inciso III, veda a realização de aportes de recursos em fundos por seus administradores ou gestores¹². O referido normativo traz como uma das exceções a esta regra as hipóteses expressamente admitidas nos termos da legislação e da regulamentação em vigor. Caso seja mantida na norma proposta a possibilidade de o administrador restituir valores ao fundo, gostaríamos de confirmar o entendimento de que referida exceção abrange a hipótese da possibilidade de restituição de taxa de performance ao fundo aqui discutida.

Adicionalmente às questões fiscais e regulatórias, ressaltamos também a existência de dificuldades operacionais para atendimento aos critérios exigidos pela CVM no inciso II, considerando que as situações de recálculo e devolução de valores já

¹² “Art. 6º São vedados às instituições referidas no art. 2º, na qualidade de administradoras ou de gestoras de carteira de fundos de investimento:

III - efetuar aportes de recursos nos fundos por elas administrados ou geridos, de forma direta ou indireta, a qualquer título, ressalvadas as hipóteses previstas nos arts. 3º, parágrafo único, e 4º e as demais expressamente admitidas nos termos da legislação e da regulamentação em vigor.”

cobrados são bastante atípicas no contexto de fundos de investimento, gerando a necessidade de desenvolvimento de sistemas, o que acarretaria custos adicionais ao produto, os quais indiretamente poderão impactar os cotistas.

Como alternativa sugerimos a adoção de cobrança periódica de 1/3 (um terço) do valor da taxa de performance devida, sendo o cobrado ao final do período, os 2/3 (dois terços) remanescentes, com os devidos ajustes, limitando-se a reversão de pagamento ao total provisionado.

Nesse sentido, gostaríamos de levantar a questão, para que essa D. CVM considere uma forma de tratamento, nos colocando à disposição para evoluirmos a respeito deste assunto.

- 4.2. No caso de FMAs, destinados a investidores qualificados, no que se refere à cobrança de taxa de performance, sugerimos que a redação do § 5º seja ajustada, tornando mais claro que sua regra não se sobrepõe ao previsto no § 4º (os fundos destinados a investidores qualificados podem cobrar taxa de performance de acordo com o que dispuser o seu regulamento).

Adicionalmente, propomos a extensão do previsto no § 5º para os fundos abertos destinados a investidores não qualificados, tendo em vista que tais fundos, assim como os fundos fechados, também não encontrarão referência adequada em índices do mercado acionário de acesso, uma vez que as características das empresas listadas neste mercado e do próprio mercado de acesso (liquidez e possível concentração) podem dificultar a definição de um parâmetro que represente de forma robusta e tempestiva a trajetória de um segmento que guarde alguma correlação entre seus componentes.

Art. 62 [...]

§ 5º Sem prejuízo do disposto no § 4º, os Fundos de Ações – Mercado de Acesso ~~constituídos sob a forma de condomínio fechado~~ podem utilizar, como parâmetro de referência para o cálculo da taxa de performance, índices atrelados a juros ou inflação.

- 4.3. Na mesma linha do comentário anterior e, ainda, se for aceita a alternativa proposta no item 4.2 por essa D. Autarquia, lembramos que será necessário ajustar a redação do §6º, para deixar claro que este é aplicável apenas aos fundos fechados que invistam em valores mobiliários de companhias fechadas. Assim, sugerimos a seguinte redação para esse dispositivo:

Art. 62 [...]

§ 6º Os Fundos de Ações – Mercado de Acesso, **constituídos sob a forma de condomínio Fechado**, que utilizem a prerrogativa prevista no § 5º deste artigo, **devem** observar além dos critérios de que trata o § 1º deste artigo, ao menos um dos seguintes mecanismos:

- 4.4. A minuta proposta pelo edital prevê no inciso I do § 6º, do art. 62, que a cobrança de taxa de performance considere o valor do capital total investido ajustado de acordo com o parâmetro de referência pelo “período de investimento”. Tendo em vista que a terminologia período de investimento pode gerar três interpretações diversas; (i) desde a primeira emissão da cota, ainda no período de distribuição; (ii) desde o encerramento da distribuição; ou (iii) desde o enquadramento do fundo; sugerimos que a redação defina que o período de investimento inicia-se no encerramento do período de distribuição, que em nossa opinião melhor reflete os objetivos expressos no inciso.

Art. 62, [...]

§ 6º, I – a taxa de performance deve ser calculada sobre os valores efetivamente recebidos pelos cotistas, seja a título de amortização ou de rendimentos nos termos do art. 42, e que superem o valor do capital total investido ajustado de acordo com o parâmetro de referência mencionado no §5º deste artigo pelo período de investimento, **o qual tem início no encerramento da distribuição de cotas**.

Sendo o que nos cabe no momento, colocamo-nos à disposição para esclarecimentos adicionais que se fizerem necessários.

Atenciosamente,

ORIGINAL ASSINADO POR

Regis Abreu
Diretor da ANBIMA

Luiz Felipe Campos
Presidente do Comitê de Fundos de Ações
da ANBIMA