

São Paulo, 21 de agosto de 2018

À

Comissão de Valores Mobiliários – CVM

Superintendência de Desenvolvimento de Mercado – SDM

Rua Sete de Setembro, 111, 23º andar

Centro, Rio de Janeiro, RJ, Brasil

20050-901

At.: Sr. Antonio Carlos Berwanger

Ref.: Edital de Audiência Pública SDM nº 03/2018

Prezados senhores,

Kinea Private Equity Investimentos S/A e Vinci Capital Gestora de Recursos Ltda., vêm, por meio da presente, apresentar nossos comentários e sugestões ao Edital da Audiência Pública nº 03/2018, de 24 de julho de 2018 (“Edital”), elaborado e publicado pela Superintendência de Desenvolvimento de Mercado da Comissão de Valores Mobiliários (“CVM”), nos termos do artigo 8º, § 3º, da Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976, conforme alterada, que tem por objeto alterar a Instrução CVM nº 356, de 17 de dezembro de 2001, a Instrução CVM nº 472, de 16 de janeiro de 2009, a Instrução CVM nº 476, de 16 de janeiro de 2009, a Instrução CVM nº 521, de 25 de abril de 2012, a Instrução CVM nº 555, de 17 de dezembro de 2014, e a Instrução CVM nº 578, de 30 de agosto de 2016.

Estamos apresentando nossos comentários e sugestões, devidamente acompanhados de nossas argumentações, com referência unicamente ao artigo 7º da minuta apresentada no Edital, que trata de limitações para a aplicação em fundos de investimento em participações (FIPs) que possuam como cotistas Regimes Próprios de Previdência Social (RPPS) com participação relevante.

Conforme será visto em nossos comentários, que constam no **Anexo I**, a seguir, entendemos que a proposta constante no Edital, se mantida conforme elaborada, poderá resultar em consequências indesejadas, indevidas e insegurança jurídica ao mercado de capitais; **em especial ao segmento de private equity, desenvolvido primordialmente por meio dos fundos de investimento em participações**, os quais já foram alvo de diversas limitações por outras normas recentes e correlatas.

Solicitamos que quaisquer comunicações, entendimentos e/ou esclarecimentos com relação a nossos comentários e sugestões sejam enviados aos contatos indicados abaixo:

Kinea Private Equity Investimentos S/A

Rua Minas de Prata, 30, 4º andar

Vila Olímpia, São Paulo, SP, Brasil

CEP 04552-080

At.: Sr. Cristiano Gioia Lauretti | +55 11 3073-8700 | cristiano.lauretti@kinea.com.br

Vinci Capital Gestora de Recursos Ltda.

Avenida Bartolomeu Mitre, 336, 5º andar

Leblon, Rio de Janeiro, RJ, Brasil

CEP 22431-002

At.: Sr.^a Julya Sotto Mayor Wellisch | +55 21 2159-6025 | jwellisch@vincipartners.com

Sendo o que nos cumpria para o momento, permanecemos à disposição para quaisquer esclarecimentos que se fizerem necessários.

Atenciosamente,


KINEA PRIVATE EQUITY INVESTIMENTOS S/A


VINCI CAPITAL GESTORA DE RECURSOS LTDA.

Julya Sotto Mayor Wellisch
Procuradora

ANEXO I

Sumário

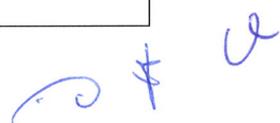
| | |
|--|-----------|
| 1. Definições..... | 4 |
| 2. Introdução | 6 |
| 3. Comentários | 9 |
| 3.1. Atual panorama da regulação de RPPS..... | 9 |
| 3.1.1. Resolução CMN 4.604..... | 9 |
| 3.1.2. Pró-Gestão | 12 |
| 3.1.3. Outras medidas administrativas..... | 14 |
| 3.1.4. Conclusões parciais | 15 |
| 3.2. Ausência de controle da participação de RPPS..... | 17 |
| 3.3. Desenquadramento passivo..... | 18 |
| 3.4. Segregação dos RPPS | 18 |
| 3.5. Inviabilização de investimentos em private equity (FIP) | 19 |
| 3.6. Percentual da relevância da participação de RPPS | 21 |
| 3.7. Captações realizadas ou em curso: regra de transição | 22 |
| 4. Sugestões | 23 |
| 4.1. Exclusão do dispositivo | 23 |
| 4.2. <i>Alternativamente:</i> alteração do percentual | 24 |
| 4.3. <i>Cumulativamente:</i> regra de transição | 24 |

Handwritten marks: a circle with a checkmark, a dollar sign, and a signature.

1. Definições

Para fins do disposto na presente manifestação, as expressões indicadas em letras maiúsculas e utilizadas nesta manifestação terão os significados a elas atribuídos nesta seção. Ademais: **(i)** os termos "inclusive", "especialmente", "particularmente" e outros semelhantes serão interpretados como se estivessem acompanhados do termo "exemplificativamente"; **(ii)** sempre que exigido pelo contexto, as expressões apresentadas tanto no singular, quanto no plural incluirão o singular e o plural, e os pronomes indicados no gênero masculino, feminino ou neutro incluirão os gêneros masculino, feminino e neutro; e **(iii)** as referências aos dispositivos legais e regulamentares serão interpretadas, salvo disposição em contrário, como referências a tais dispositivos conforme alterados, estendidos, consolidados e/ou reformulados.

| | |
|--------------------------|---|
| CMN | Conselho Monetário Nacional. |
| CVM | Comissão de Valores Mobiliários. |
| DAIR | Demonstrativos das Aplicações e Investimentos dos Recursos. |
| Edital | Edital de Audiência Pública nº 03/2018, de 24 de julho de 2018, da Superintendência de Desenvolvimento de Mercado da Comissão de Valores Mobiliários. |
| FIDC | Fundo de Investimento em Direitos Creditórios. |
| FIP | Fundo de Investimento em Participações. |
| Instrução CVM 356 | Instrução CVM nº 356, de 17 de dezembro de 2001, que regulamenta a constituição e o funcionamento de fundos de investimento em direitos creditórios e de fundos de investimento em cotas de Fundos de Investimento em Direitos Creditórios. |
| Instrução CVM 400 | Instrução CVM nº 400, de 29 de dezembro de 2003, que dispõe as ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários, nos mercados primário ou secundário. |



| | |
|--------------------------|--|
| Instrução CVM 472 | Instrução CVM nº 472, de 16 de janeiro de 2009, que dispõe sobre a constituição, a administração, o funcionamento, a oferta pública de distribuição de cotas e a divulgação de informações dos Fundos de Investimento Imobiliário. |
| Instrução CVM 476 | Instrução CVM nº 476, de 16 de janeiro de 2009, que dispõe sobre as ofertas públicas de valores mobiliários distribuídas com esforços restritos e a negociação desses valores mobiliários nos mercados regulamentados. |
| Instrução CVM 539 | Instrução CVM nº 539, de 13 de novembro de 2013, que dispõe sobre o dever de verificação da adequação dos produtos, serviços e operações ao perfil do cliente. |
| Instrução CVM 555 | Instrução CVM nº 555, de 17 de dezembro de 2014, que dispõe sobre a constituição, a administração, o funcionamento e a divulgação das informações dos fundos de investimento. |
| Instrução CVM 578 | Instrução CVM nº 578, de 30 de agosto de 2016, que dispõe sobre a constituição, o funcionamento e a administração dos Fundos de Investimento em Participações. |
| Kinea | Kinea Private Equity Investimentos S/A. |
| Minuta | Minuta de instrução divulgada pela CVM no âmbito do Edital. |
| Oferta Restrita | Oferta pública com esforços restritos de colocação, nos termos da Instrução CVM 476. |
| Portaria MPS 519 | Portaria nº 519, de 24 de agosto de 2011, do Ministério da Previdência Social, que dispõe sobre as aplicações dos recursos financeiros dos regimes próprios de previdência social instituídos pela União, Estados, |

| | |
|----------------------------|---|
| | Distrito Federal e Municípios, altera redação da Portaria nº 204, de 10 de julho de 2008, e da Portaria nº 402, de 10 de dezembro de 2008, ambas do Ministério da Previdência Social; e dá outras providências. |
| Pró-Gestão | Programa de Certificação Institucional e Modernização da Gestão dos Regimes Próprios de Previdência Social da União, dos Estados, do Distrito Federal e dos Municípios, instituído pela Portaria nº 185, de 14 de maio de 2015, do Ministério da Previdência Social, conforme alterada pela Portaria nº 577, de 27 de dezembro de 2017, do Ministério da Fazenda. |
| Resolução CMN 3.922 | Resolução nº 3.922, de 25 de novembro de 2010, do CMN, que dispõe sobre as aplicações dos recursos dos regimes próprios de previdência social instituídos pela União, Estados, Distrito Federal e Municípios. |
| Resolução CMN 4.604 | Resolução nº 4.604, de 19 de outubro de 2017, do CMN, que altera a Resolução CMN 3.922. |
| RPPS | Regime próprio de previdência social instituído pela União, por Estado, pelo Distrito Federal ou por Município. |
| Vinci | Vinci Capital Gestora de Recursos Ltda. |

2. Introdução

Divulgado em 24 de julho de 2018, o Edital propõe alterações na regulação dos fundos de investimentos para criar a definição de "fundos com participação relevante de RPPS", os quais estariam impedidos de adquirir valores mobiliários que não tenham sido objeto de oferta pública de distribuição registrada.

Noutras palavras, essa classe de fundos só poderia adquirir valores mobiliários distribuídos no âmbito de uma oferta pública realizada nos termos da Instrução CVM



400, vedada a aquisição de valores mobiliários que foram sujeitos a uma Oferta Restrita, conforme Instrução CVM 476.

A Minuta define objetivamente “fundos com participação relevante de RPPS” como aqueles fundos cujo patrimônio líquido tenha participação, direta ou indireta, de RPPS superior a 15% (quinze por cento). Tal conceito e restrição se aplicaria a toda e qualquer espécie de fundos. Dessa forma, a Minuta propõe adicionar o seguinte dispositivo à Instrução CVM 356 (FIDC), à Instrução CVM 472 (fundos de investimento imobiliários), à Instrução CVM 555 (fundos em geral) e à Instrução CVM 578 (FIP):

O fundo que possua como cotistas Regimes Próprios de Previdência Social (RPPS) que tenham, isolada ou conjuntamente, direta ou indiretamente, participação superior a 15% do patrimônio líquido não poderá adquirir valores mobiliários que não tenham sido objeto de oferta pública de distribuição registrada, exceto quando os valores mobiliários forem de emissão de companhias abertas habilitadas a emitir em programas de distribuição, nos termos da regulamentação específica que dispõe sobre as ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários.

O Edital estabelece algumas premissas para defender a inclusão de tal dispositivo às Instruções acima referidas. São elas:

- detecção, pela CVM, no âmbito de sua atividade de supervisão do mercado, de problemas relacionados à atuação de fundos de investimento que captam recursos junto a RPPS, tendo “encontrado diversos problemas de governança, transparência e conflitos de interesse”¹ com relação e esses investidores;
- a correlação de que tais operações e irregularidades usualmente ocorrem na aquisição de valores mobiliários subscritos no âmbito de Ofertas Restritas, “*nas quais o registro é automaticamente dispensado, e onde, conseqüentemente, o escrutínio do mercado e da própria CVM é menor*”²; e
- a percepção de que a constituição de veículos exclusivos para um tipo de investidor não é uma boa prática, assim, com o intuito de diminuir os riscos de ocorrência de irregularidades, “*a CVM considera saudável estimular que os RPPS atuem no mercado ao lado de outros tipos de investidores que possuem governança e métricas próprias para avaliação e monitoramento de seus investimentos*”³.

¹ Edital, pág. 1.

² Edital, pág. 2.

³ Edital, pág. 2.

Com a devida vênia às considerações tecidas pela CVM, entendemos que a Minuta, conforme proposta, não está alinhada às premissas eleitas no próprio Edital, conforme acima apontadas.

Num primeiro momento, se mantida a Minuta na sua redação original, entendemos que a regulamentação poderá acarretar efeito contrário ao desejado pelo órgão regulador, incentivando a total segregação dos RPPS em relação ao mercado em geral, ao invés de sua aproximação a outras categorias de investidores.

Entendemos também que a Minuta ataca e restringe um mecanismo de mercado que, de fato, não é o causador ou o responsável pelas irregularidades detectadas pela supervisão da CVM. Como bem apontado no próprio Edital, as irregularidades se relacionam a problemas de governança e transparência dos próprios RPPS, havendo outros meios de se mitigar tal risco sem resultar em tamanha restrição ao mercado; meios, aliás, que já foram e vêm sendo implementados pela Secretaria de Previdência do Ministério da Fazenda – o órgão regulador dos RPPS – e pelo próprio CMN.

Como consequência, os maiores prejudicados pela adoção de tal mecanismo serão os gestores de recursos que possuem porte e governança suficientes para atrair RPPS para fundos que invistam em ativos com lastro e devidamente diligenciados, como é o caso de Kinea e Vinci. A medida proposta, portanto, é desproporcional em relação ao resultado que almeja.

Além disso, há outros efeitos relacionados à restrição das Ofertas Restritas nos fundos com participação relevante de RPPS que não estão contemplados na Minuta atual e que poderão gerar grave insegurança às captações atuais e futuras, gerando prejuízos aos demais investidores do mercado.

Como exemplo, a ausência de controle no nível de participação dos RPPS (por negociações no mercado secundário ou diluição de cotistas, por exemplo) pode ocasionar uma restrição imprevista a determinado fundo destinado a investidores profissionais, os quais, cientes e desejosos da decisão tomada de investir em determinado ativo objeto de Ofertas Restritas, pretendiam e esperavam que o fundo por eles investidos adquirisse tal ativo. Afinal, são inegáveis os diversos benefícios que esse mecanismo proporciona ao mercado, os quais justificaram, aliás, a própria proposta e elaboração da Instrução CVM 476 por esta autarquia.

Todos esses argumentos serão mais profundamente tratados nos tópicos a seguir. Sem se esquecer da intenção do regulador de mitigar o risco de ocorrência de irregularidades com esse público-alvo, ao final, Kinea e Vinci sugerem propostas alternativas à redação inicial da Minuta.

Por fim, as gestoras se mantêm à inteira disposição da CVM para auxiliar no processo aprimoramento da regulamentação aplicável aos RPPS, seja por meio da realização e incentivo a políticas de educação financeira, quanto no auxílio da implementação das melhores práticas de governança corporativa, estendendo-se tal disponibilidade a qualquer outra classe de investidor.

3. Comentários

3.1. **Atual panorama da regulação de RPPS**

A primeira das premissas utilizadas no Edital consiste na detecção, durante as rotinas de supervisão do órgão fiscalizador, de irregularidades em fundos que possuíam elevada concentração de RPPS como seus cotistas. A restrição à aquisição de valores mobiliários objeto de Oferta Restrita viria, então, como proposta com o fim de mitigar o risco de ocorrência de outros ilícitos dessa natureza.

A ocorrência dessas irregularidades, infelizmente, não é novidade no cenário nacional. Assistimos recentemente a diversas operações policiais que desmascararam esquemas fraudulentos com a utilização dos recursos dos segurados dos planos de previdência administrados por RPPS.

Se é certo que essas irregularidades aconteceram, **também é certo que os órgãos regulador e fiscalizador dos RPPS não ficaram silentes diante de tais acontecimentos**. Diversas medidas já foram e vêm sendo adotadas para sanar os problemas de governança, transparência e ética que constituíram a realidade dos RPPS por muitos anos e que, só agora, estão sendo revelados a público. Vamos a elas.

3.1.1. Resolução CMN 4.604

A primeira das medidas adotadas partiu diretamente do CMN, órgão deliberativo máximo do Sistema Financeiro Nacional. Referimo-nos à Resolução CMN 4.604, publicada em 19 de outubro de 2017, que trouxe alterações profundas à Resolução CMN 3.922, responsável por ditar as diretrizes para aplicação dos recursos administrados pelos RPPS.



Foram diversas e severas as restrições promovidas pela Resolução CMN 4.604, tanto em termos de reforço à governança corporativa dos RPPS, quanto no que se refere aos requisitos específicos de cada modalidade de aplicação permitida – em especial, os investimentos em FIP.

No que se refere aos aspectos gerais de governança corporativa, destacamos a inclusão, pela Resolução CMN 4.604, dos princípios gerais para aplicação dos recursos, quais sejam: (a) a segurança, a rentabilidade, a solvência, a liquidez, a motivação, a adequação à natureza de suas obrigações e a transparência; (b) a boa-fé, a diligência e a lealdade; (c) o zelo por elevados padrões éticos; e (d) a adoção de práticas que visem a garantir o cumprimento de suas obrigações, respeitando a política de investimento e os limites da regulamentação em vigor. Além disso, a partir de agora, os gestores de RPPS devem "*comprovar experiência profissional e conhecimento técnico conforme requisitos estabelecidos nas normas gerais desses regimes*" (art. 1º, incisos I a IV e §1º, da Resolução CMN 3.922, conforme alterada).

Já no tocante aos ativos em si, como já adiantado acima, foram promovidas drásticas restrições quantitativas (limites de aplicação) e qualitativas (requisitos materiais), com especial atenção aos investimentos em FIP por RPPS; sem sombra de dúvidas, o segmento mais afetado pela Resolução CMN 4.604.

A seguir, vê-se quadro-resumo com as principais restrições incluídas na Resolução CMN 3.922 para os FIP:

| | |
|------------|--|
| FIP | <ul style="list-style-type: none"> ▪ Redução do <u>limite de concentração</u> do RPPS no FIP de 15% para <u>5%</u> do patrimônio líquido do fundo (art. 8º, § 1º) ▪ Vedação à subscrição em distribuições de cotas subsequentes de FIP (art. 8º, IV, <i>a</i>) ▪ Qualificação do FIP como <u>entidade de investimento</u> (art. 8º, § 4º) ▪ Mensuração a valor justo das companhias investidas e <u>limite de concentração de 25% por emissor</u> do capital subscrito do fundo (art. 8º, § 5º, II, <i>a e b</i>) ▪ Auditoria das demonstrações financeiras das companhias investidas por auditor independente registrado na CVM (art. 8º, § 5º, II, <i>d</i>) ▪ <u>Skin in the game</u> do gestor em 5% do capital subscrito do fundo (art. 8º, § 5º, II, <i>d</i>) |
|------------|--|

| | |
|--|--|
| | <ul style="list-style-type: none"> ▪ <u>Experiência do gestor</u>: comprovação de que o gestor já realizou, nos últimos 10 anos, desinvestimento integral de, pelo menos, 3 sociedades investidas no Brasil por meio de FIP gerido pelo gestor e que referido desinvestimento tenha resultado em recebimento, pelo fundo, da totalidade do capital integralizado nas sociedades investidas, devidamente atualizado pelo índice de referência e taxa de retorno previstos no regulamento (art. 8º, § 5º, III) ▪ Vedação a investimentos em <u>cotas de sociedades limitadas, debêntures simples ou debêntures conversíveis</u> (art. 8º, §§ 3º e 4º) emitidas por companhias fechadas |
|--|--|

Vê-se que boa parte das restrições já alcança diversas das preocupações que baseiam o Edital, como a necessidade de verificação da experiência do gestor, a vedação a investimentos em fundos "monoativos" (estabelecimento de limite de concentração por emissor), e, até mesmo, a inovadora disposição regulatória da necessidade de *skin in the game* do gestor do FIP, em percentual muito superior ao praticado no mercado em geral (5%).

Além das condições acima, a Resolução CMN 4.604 também estabeleceu **requisitos específicos para os ativos financeiros de emissores privados adquiridos pelos FIP**; essa disposição também se aplica a outros fundos de investimento. Conforme disposto no artigo 8º, § 3º, da Resolução CMN 3.922, os ativos financeiros de emissores privados adquiridos pelos FIP devem:

I - ser emitidos por instituição financeira autorizada a funcionar pelo Banco Central do Brasil;

II - ser emitidos por companhias abertas, exceto securitizadoras, desde que operacionais e registradas na CVM;

III - ser cotas de classe sênior de fundo de investimento em direitos creditórios classificado como de baixo risco de crédito por agência classificadora de risco registrada na CVM ou reconhecida por essa autarquia; ou

IV - ser cotas de fundos de investimento cujos ativos investidos observem as condições do inciso I ou do inciso II deste parágrafo.

Ou seja, o regulador teve especial preocupação com que os **FIP adquiram apenas ativos financeiros de emissores privados que sejam instituições financeiras ou companhias abertas**. E tal dispositivo alcança a segunda premissa estabelecida no Edital (Ofertas Restritas não contam com supervisão da CVM), pois garante que os ativos financeiros investidos pelos FIP **passem pelo escrutínio de ao menos uma autarquia supervisora do Sistema Financeiro Nacional**; lembrando

que as **debêntures**, se qualificam como "**ativos financeiros**" para os fins da regulamentação da Instrução CVM 555⁴.

Por fim, outra importante alteração promovida pela Resolução CMN 4.604 consistiu na inclusão do artigo 14-A à Resolução CMN 3.922, estabelecendo um inovador limite de concentração sobre o patrimônio gerido pelo gestor (AUM). Segundo referido dispositivo, "*o total das aplicações dos recursos do regime próprio de previdência social em fundos de investimento e carteiras administradas não pode exceder a 5% (cinco por cento) do volume total de recursos de terceiros gerido por um mesmo gestor ou por gestoras ligadas ao seu respectivo grupo econômico*".

3.1.2. Pró-Gestão

Após a análise de todas as alterações promovidas pela Resolução CMN 4.604, **percebe-se que as principais preocupações que o Edital buscou endereçar já estão abarcadas por várias das novas condições impostas pela regulação dos RPPS** (por exemplo, limitação da aquisição de ativos financeiros apenas a emissores privados que sejam instituições financeiras e companhias abertas, etc.). Em outros aspectos, a Resolução CMN 3.922, conforme alterada pela Resolução CMN 4.604, propõe condições até mesmo mais restritivas do que as contidas na Minuta.

Mas não é só no campo da regulação que medidas foram adotadas com o fim de mitigar o acontecimento de irregularidade e ilícitos no âmbito dos RPPS. Também o órgão fiscalizador – a Secretaria de Previdência, ligada ao Ministério da Fazenda – vem desenvolvendo procedimentos que visam a controlar mais de perto os investimentos realizados pelos seus entes regulados.

A primeira das medidas que merece destaque é a finalização do processo de implementação do programa denominado Pró-Gestão.

⁴ Dispõe o artigo 2º, inciso V, da Instrução CVM 555, que são considerados ativos financeiros: "a) títulos da dívida pública; b) contratos derivativos; c) desde que a emissão ou negociação tenha sido objeto de registro ou de autorização pela CVM, ações, **debêntures**, bônus de subscrição, cupons, direitos, recibos de subscrição e certificados de desdobramentos, certificados de depósito de valores mobiliários, cédulas de debêntures, cotas de fundos de investimento, notas promissórias, e quaisquer outros valores mobiliários, que não os referidos na alínea "d"; d) títulos ou contratos de investimento coletivo, registrados na CVM e ofertados publicamente, que gerem direito de participação, de parceria ou de remuneração, inclusive resultante de prestação de serviços, cujos rendimentos advêm do esforço do empreendedor ou de terceiros; e) certificados ou recibos de depósitos emitidos no exterior com lastro em valores mobiliários de emissão de companhia aberta brasileira; f) o ouro, ativo financeiro, desde que negociado em padrão internacionalmente aceito; g) quaisquer títulos, contratos e modalidades operacionais de obrigação ou coobrigação de instituição financeira; e h) warrants, contratos mercantis de compra e venda de produtos, mercadorias ou serviços para entrega ou prestação futura, títulos ou certificados representativos desses contratos e quaisquer outros créditos, títulos, contratos e modalidades operacionais desde que expressamente previstos no regulamento."



O Pró-Gestão é um programa de certificação institucional específico para os RPPS, instituído pelo Ministério da Previdência Social e continuado pelo Ministério da Fazenda. O programa passou muito tempo em fase de desenvolvimento, foi alvo de consulta pública e, finalmente, teve a versão final de seu manual publicada em 31 de janeiro de 2018⁵.

O objetivo do Pró-Gestão é aprimorar a gestão dos RPPS, auxiliando seus dirigentes e gestores no exercício de seus deveres legais e no alcance de melhores práticas e padrões de desempenho, em vista a cumprir a missão institucional de prover os direitos previdenciários dos segurados do RPPS.

Os RPPS que atingirem os níveis de governança corporativa exigidos recebem a certificação institucional que lhes couber. São quatro níveis que podem ser atingidos, sendo que, nos termos da Portaria MPS 519, combinada com a Instrução CVM 539⁶, apenas os RPPS que se enquadrarem no nível mais alto – o Nível IV – podem ser considerados investidores profissionais para os fins da regulamentação da CVM. A adesão ao Pró-Gestão e a certificação em qualquer nível é requisito para que os RPPS sejam considerados investidores qualificados. A ausência de certificação, por sua vez, torna os RPPS equivalentes aos investidores em geral, limitando o acesso a fundos estruturados, como os FIP.

A seguir, veja-se breve resumo sobre as principais práticas diferenciadas de governança corporativa que o programa “Pró-Gestão” exige de seus participantes, entre outras:

- Elaboração de Código de Ética e Comitê de Ética;
- Publicação de relatório anual na página do RPPS na rede mundial de computadores;
- Exigência de instituição de área de controle de riscos;
- Exigência de capacitação e certificação do gestor de recursos, dos membros do Comitê de Investimento, de membros do Conselho Deliberativo, do Conselho Fiscal e da Diretoria Executiva em exame de

⁵ Manual do Pró-Gestão, pág. 4. Disponível em: <<http://sa.previdencia.gov.br/site/2018/05/MANUAL-DO-PR%C3%93-GEST%C3%83O-RPPS-VERS%C3%83O-FINAL-2018-03-21-COM-ANEXO-5-ALTERADO-ATUAL-1.pdf>> Acesso em: 7 ago. 2018. Vide páginas 51 a 62 do documento para visualizar resumo completo de todas as medidas exigidas para cada nível de certificação institucional.

⁶ Dispõe o art. 9º-C da referida instrução, incluído pela Instrução CVM nº 554, de 17 de dezembro de 2014, que “[o]s regimes próprios de previdência social instituídos pela União, pelos Estados, pelo Distrito Federal ou por Municípios são considerados investidores profissionais ou investidores qualificados apenas se reconhecidos como tais conforme regulamentação específica do Ministério da Previdência Social”. A regulamentação específica em questão é, justamente, a Portaria MPS 519.

certificação organizado por entidade autônoma de reconhecida capacidade técnica e difusão no mercado brasileiro de capitais (no nível IV, que autoriza o RPPS a ser considerado investidor profissional, a exigência é de certificação avançada para o gestor de recursos);

- Elaboração de plano estratégico para o RPPS, revisado anualmente;
- Elaboração de relatórios mensais e de parecer do Comitê de Investimentos para acompanhamento da rentabilidade dos investimentos;
- Elaboração de plano de ação mensal com cronograma de atividades relativas à gestão dos recursos; e
- Exigência que os diretores nomeados para os RPPS tenham formação compatível com a função para que forem nomeados, bem como celebrem contrato de gestão, sendo anualmente publicados os resultados relativos a seu cumprimento.

Vale ressaltar que apenas recentemente, em 2 de maio de 2018, o programa "Pró-Gestão" teve sua primeira empresa certificadora credenciada⁷. Esse ato permitirá o início do processo de certificação e, por consequência, a melhoria dos níveis de governança corporativa dos RPPS.

Atualmente, 48 RPPS já haviam aderido ao Pró-Gestão⁸ e estão em fase de implementação das ações e de realização da auditoria de certificação pelas empresas credenciadas. Segundo nos foi informado em contato direto com a Secretaria de Previdência, há expectativa de que até setembro de 2018 tenhamos o primeiro RPPS certificado no âmbito do programa.

Hoje, vale ressaltar, **nenhum** RPPS é considerado investidor profissional para os fins da regulamentação da CVM⁹. Consequentemente, **as últimas ofertas de fundos de investimento cujo público-alvo engloba RPPS foram ofertas registradas, nos termos da Instrução CVM 400.**

3.1.3. Outras medidas administrativas

⁷ Vide em: <<http://www.previdencia.gov.br/wp-content/uploads/2018/05/ENTIDADES-CREDENCIADAS.pdf>>. Acesso em: 7 ago. 2018.

⁸ Disponível em: <<http://sa.previdencia.gov.br/site/2018/08/PRO-GESTAO-RPPS-RELACAO-ENTES.-2018-04-16-06.08.2018xlsx.pdf>>. Acesso em: 20 ago. 2018.

⁹ A própria Secretaria da Previdência esclarece esse entendimento em seu *website*: "Ressalta-se que **nenhum RPPS atende aos critérios para categorização como investidor profissional**, nos termos do art. 6º-B da Portaria MPS nº 519/2011". Fonte: <<http://www.previdencia.gov.br/regimes-proprios/investimentos-do-rpps/>>



Além do programa "Pró-Gestão", outras medidas foram adotadas pelo órgão fiscalizador dos RPPS com vistas a desempenhar um papel mais ativo de fiscalização e transparência de seus entes regulados.

Destacamos a implementação do novo sistema para apresentação do DAIR, que funciona como o relatório de investimentos da carteira dos RPPS. Pela experiência recente de Kinea e Vinci com esses investidores, o novo DAIR aumentou muito o nível de exigência de informações, passando a exigir a prestação de informações sobre os ativos presentes nas carteiras dos fundos de investimento aplicados pelos RPPS, em diversos níveis da cadeia (ativo final), além de detalhamento dos ativos investidos, percentuais, existência de ativos financeiros de emissores privados, entre outros.

Além disso, a Secretaria de Previdência vem empregando esforços para divulgar publicamente a lista das aplicações não elegíveis aos RPPS, no entendimento do órgão fiscalizador, por não cumprimento dos requisitos previstos na Resolução CMN 3.922¹⁰. Essa relação dá transparência, clareza e segurança a esses investidores e ao mercado em geral sobre o alto nível de exigência do órgão regulador.

Cumprir destacar que nenhum fundo de investimento administrado ou gerido por Vinci e/ou Kinea estão indicados na relação aqui referida.

3.1.4. Conclusões parciais

Em resumo do que foi dito até aqui, chamamos atenção à CVM que diversas atitudes já foram tomadas pelo CMN e pela Secretaria de Previdência com vistas a mitigar os riscos de irregularidades; premissa maior do Edital.

Aliás, as medidas propostas pelos referidos órgãos reguladores atingem diversos níveis da estrutura organizacional dos RPPS, atuando tanto de forma constritiva, isto é, por meio de normas que restringem a atuação desses entes, quanto de forma proativa, criando mecanismos de incentivo às boas práticas de governança corporativa, como o Pró-Gestão.

Especificamente quanto ao Pró-Gestão, relembramos que se trata de medida já prevista e alinhada entre Ministério da Previdência Social e CVM desde a edição da Instrução CVM nº 554, de 14 de dezembro de 2014, que alterou a Instrução CVM 539

¹⁰ Vide <<http://www.previdencia.gov.br/wp-content/uploads/2018/08/FUNDOS-VEDADOS-CARTEIRA-DOS-FUNDOS-ATE-03.2018-02082018.pdf>>. Acesso em: 7 ago. 2018.



para adicionar o artigo 9º-C, relegando competência ao Ministério da Previdência Social – hoje, Ministério da Fazenda – para prever os requisitos e condições que autorizam determinado RPPS a ser considerado investidor qualificado ou profissional.

Ocorre que todas essas medidas, apesar de fortes, severas e objetivas, foram adotadas muito recentemente pelos referidos órgãos. Não demorará para que seus efeitos sejam sentidos e, espera-se, para que haja uma profunda reformulação da cultura financeira e previdenciária dos RPPS. Apesar disso, também não se pode falar que os efeitos são imediatos e perfeitos. Afinal, nada é.

Não obstante, é inegável que as preocupações lançadas no âmbito do Edital estão efetivamente abarcadas nessa recente onda visando à efetiva profissionalização dos RPPS. As irregularidades detectadas nas rotinas de supervisão da CVM se referem a fundos captados no passado, longe do novo contexto regulatório e fiscalizatório dos RPPS, apresentado acima. É natural que ainda haja resquícios de detecção de irregularidades pela CVM e mesmo por outras autoridades públicas, mas estas se referem a eventos e captações passadas.

Entendemos que eliminar um procedimento legítimo de mercado, como são as Ofertas Restritas, não só é medida muito mais restritiva do que o necessário, mas também não será capaz de solucionar efetivamente o real problema, que se relaciona à gestão dos próprios RPPS. Apenas a concretização do processo de aumento de profissionalização, ética e transparência dos RPPS é verdadeiramente capaz de mitigar, senão solucionar, os riscos de fraudes e irregularidades que infelizmente fizeram parte da realidade desses entes no passado.

Ressaltamos: a possibilidade de realização de Oferta Restrita não é o verdadeiro causador dos problemas relacionados com os RPPS – foi apenas um instrumento utilizado no processo de defraudação e depredação da poupança previdenciária dos servidores públicos. Eliminar esse instrumento não é capaz de afastar efetivamente o risco, pois outros meios poderão ser encontrados. A verdadeira reforma que deve ser implementada é a cultural-organizacional, a qual, frisamos, já foi iniciada.

Por esses motivos, entendemos que as propostas lançadas na Minuta, além de causarem diversas consequências operacionais e gerarem insegurança jurídica (conforme demais tópicos abaixo), acabam falhando ao atacar um procedimento legítimo de mercado, que não possui relação causal direta com as fraudes e irregularidades que foram detectadas ao longo do tempo. A medida proposta, portanto, não passa nos testes

do princípio da proporcionalidade, por não ser *adequada* ou *necessária* ao resultado que almeja.

Se o problema é a ausência de supervisão sobre ativos objeto de Oferta Restrita, notoriamente quando há predominância de RPPS na estrutura, há outras medidas menos restritivas que podem ser adotadas que seriam até mesmo mais efetivas e aderentes ao objetivo de mitigar o acometimento das irregularidades detectadas no passado. Por isso, solicitamos a revisão da Minuta para exclusão da proposta atual, considerando, ainda, as alternativas que serão apresentadas no tópico "4", abaixo.

3.2. Ausência de controle da participação de RPPS

Traçadas as recentes evoluções por que passou a regulação dos RPPS como resposta à constatação das irregularidades que também motivam a propositura da Minuta – evoluções estas que, reforçamos uma vez mais, já alcançam e mitigam as preocupações manifestadas pela CVM no Edital – passamos a tratar especificamente das consequências práticas que a Minuta, na forma como redigida, poderia trazer aos RPPS, aos gestores e ao mercado de forma geral.

A primeira das implicações práticas consiste na dificuldade operacional do controle da participação do RPPS nos fundos de investimento, notadamente por parte dos gestores, os quais serão os responsáveis pelo cumprimento da norma proposta. Senão, vejamos.

O dispositivo proposto na Minuta dispõe apenas que "*o fundo que possua como cotistas Regimes Próprios de Previdência Social (RPPS) que tenham, isolada ou conjuntamente, direta ou indiretamente, participação superior a 15% do patrimônio líquido (...)*".

A redação não estabelece um critério cronológico para apuração da participação relevante, dando a entender que, a qualquer momento durante o prazo de duração do fundo, se RPPS passarem a deter 15% do patrimônio líquido do fundo, imediatamente o fundo estaria impedido de adquirir valores mobiliários objeto de Ofertas Restritas.

Essa proposta gera grave insegurança jurídica por expor a política de investimento dos fundos de investimento à (incontrolável) variação da participação de RPPS no fundo, o que, em muitas situações, sequer será de conhecimento do gestor, responsável imediato pela observância da regra ora submetida à audiência pública. Essa



variação pode ocorrer em decorrência de transações no mercado secundário ou por concentração/diluição de cotistas em virtude de resgate de cotas ou inadimplência de cotistas em chamadas de capital, por exemplo.

O risco de insegurança jurídica, aqui, é sistêmico. Toda espécie de fundo de investimento estará sujeita a variações da sua política de investimento informada em regulamento, prospecto ou outros documentos da oferta, em virtude de variações não previstas dos cotistas do fundo, alheias ao controle e à vontade do administrador, do gestor, do cotistas e até mesmo do próprio RPPS.

3.3. Desenquadramento passivo

A Minuta também não trata do risco de desenquadramento passivo, isto é, o que deverá ocorrer se for atingido o percentual de participação relevante de RPPS durante o prazo de duração do fundo (transação no mercado secundário, diluição etc.) e houver ativos na carteira que foram adquiridos sob o rito da Oferta Restrita.

Entendemos que, nessa hipótese, os ativos já adquiridos não deveriam ser alienados em virtude do atingimento da participação relevante de RPPS no fundo, tendo em vista que tais ativos foram adquiridos validamente, constituem ato jurídico perfeito e foram investidos pelo gestor do fundo em linha com a política de investimentos vigente.

3.4. Segregação dos RPPS

Como apurado no tópico "2" da presente manifestação, uma das premissas do Edital é a intenção do regulador de aproximar os RPPS de outros investidores mais sofisticados do mercado. Isso porque *"a CVM considera saudável estimular que os RPPS atuem no mercado ao lado de outros tipos de investidores que possuem governança e métricas próprias para avaliação e monitoramento de seus investimentos"*.

No entanto, entendemos que a Minuta, na forma como redigida, acabaria causando justamente o efeito contrário.

A utilização do mecanismo da Oferta Restrita busca a redução dos custos financeiros, operacionais e de supervisão relacionados à distribuição pública de valores mobiliários. A Oferta Restrita não é a causadora dos problemas relacionados com os RPPS no passado; pelo contrário, foi incluída na regulação brasileira para o alinhamento às melhores práticas em mercados mais sofisticados e evoluídos que o nosso, sendo

permitida apenas a investidores com maior nível de conhecimento técnico (investidores profissionais).

Conforme edital da audiência pública que resultou na Instrução CVM 476, “a Minuta se inspirou na regulamentação de outros países, como os Estados Unidos, que possuem regras semelhantes de dispensa de registro para ofertas públicas dirigidas a investidores qualificados e permitem a negociação desses títulos de forma restrita”¹¹.

Ou seja, não há dúvidas de que a Oferta Restrita é alvo de investidores com maior nível de sofisticação. Mais que isso, é um mecanismo desejado por essa espécie de investidor, considerando os inegáveis benefícios que proporciona.

Se a intenção da CVM é aproximar os RPPS desses investidores, criar uma regra que restringe a utilização das Ofertas Restritas quando os RPPS passam à condição de cotista de um fundo, acabará gerando um incentivo perverso e às avessas, estimulando que gestores segreguem os RPPS de fundos com a presença de investidores profissionais, justamente para impedir a “contaminação” da estrutura de investimento de forma a não prejudicar a maioria (85% restantes) dos investidores do fundo.

3.5. Inviabilização de investimentos em private equity (FIP)

A Minuta estabelece que os fundos com participação relevante de RPPS não poderão “adquirir valores mobiliários que não tenham sido objeto de oferta pública de distribuição registrada”.

Veja-se que a Minuta utiliza o termo “valores mobiliários”. Sabe-se que a discussão conceitual sobre essa definição é ampla e não uniforme, seja no ordenamento jurídico, na jurisprudência ou na doutrina. Apesar de o art. 2º da Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976, arrolar diversos ativos que são considerados valores mobiliários, a cláusula geral, contida no inciso IX do referido artigo (contratos de investimento coletivo), abre margem para discussão sobre quais ativos deveriam ou não ser considerados valores mobiliários para fins da regulamentação da CVM, com base nos parâmetros hoje praticados (precedentes administrativos, *Howey test*, entre outros).

Se admitirmos esse conceito amplo de valores mobiliários, de forma que a Minuta alcance todo e qualquer ativo constante na carteira dos fundos de investimentos

¹¹ Edital de Audiência Pública SDM nº 05/2008, pág. 1.

regulados pela CVM, a proposta praticamente inviabilizaria o investimento por RPPS no mercado de *private equity*, via aquisição de cotas de FIP.

Isso porque o FIP possui como objetivo, justamente, o investimento em ativos que, por sua própria essência, não se sujeitam a uma oferta pública registrada nos termos da Instrução CVM 400. Na maioria dos casos, os ativos adquiridos pelos FIP decorrem de relações contratuais no âmbito de uma oferta privada; e não há nenhuma irregularidade nesse fato.

Cumprе lembrar que objetivo principal do segmento de *private equity* é a realização de investimentos em companhias fechadas ou sociedades limitadas com alto potencial de crescimento no médio/longo prazo. O fundo adquire participação em tais sociedades e exerce influência significativa na sua política estratégica, empregando os conhecimentos, experiência e rede de contatos do gestor do fundo com vistas a possibilitar esse crescimento. É a capacidade operacional do gestor aliada à seleção das melhores oportunidades que traduz o investimento em rentabilidade aos cotistas.

A exigência de que esses ativos-alvo de FIP passem a ser objeto de ofertas públicas registradas inviabilizaria completamente os investimentos do FIP nas sociedades em questão. Isso porque, nesse caso, as sociedades deveriam previamente assumir os pesados custos relacionados ao processo de registro da companhia perante a CVM, listagem de suas ações na B3 e de todas as obrigações daí decorrentes.

E é claro que tais sociedades-alvo não possuem condição de arcar com esses custos com naturalidade, tanto que estão buscando parceiros comerciais para o aumento de capital da sociedade. E, se arcassem, diminuiria significativamente a rentabilidade projetada para essa sociedade no futuro, retirando a lógica e o apelo econômico dessa transação do ponto de vista do FIP vis-à-vis o risco do investimento.

Esses custos financeiros e operacionais não combinam com os investimentos que um FIP tipicamente realiza nessas sociedades e com a natureza própria desses ativos, normalmente adquiridos no âmbito de uma oferta privada. Tais obrigações geralmente se materializam em um momento posterior da vida do FIP, quando as sociedades investidas já estão maduras e prontas para o desinvestimento. Não haveria lógica e interesse econômico em uma transação com uma sociedade-alvo que já é companhia aberta e com ações listadas em bolsa (i.e., não há espaço para rentabilização pelo gestor).



Lembramos, por fim, que a indústria brasileira de *private equity* aloca capital de boa qualidade (não especulativo) e de longo prazo na economia real, sendo mecanismo de financiamento alternativo ao sistema financeiro, em especial para empresas pequenas e médias. Além disso, o *private equity* é responsável pela profissionalização de centenas de empresas familiares, com melhoria do (i) *compliance*, (ii) ética concorrencial e tributária; e (iii) governança corporativa.

A consequência da Minuta para a indústria de *private equity*, portanto, seria apenas uma: pelo risco de contaminação da estrutura com a obrigação de não investir em ativos que sejam alvo de Oferta Restrita – considerando também o exposto no item “3.4” e o conceito amplo de valores mobiliários – os RPPS não serão captados pelos distribuidores e, portanto, não investirão mais em FIP.

Esse fato prejudica não só a captação desse relevante público institucional pelos gestores (notadamente de *private equity*), mas também a própria diversificação da carteira de investimentos dos RPPS, ainda mais em um cenário projetado de juros baixos da economia brasileira, em que o simples investimento em títulos públicos não será suficiente para cumprimento das metas atuariais. Em último grau, teríamos uma retração do mercado de capitais como um todo, contra a premissa básica que visa a estimular a aproximação dos RPPS aos demais investidores do mercado.

3.6. Percentual da relevância da participação de RPPS

A Minuta fixa o percentual de participação relevante dos RPPS como 15% do patrimônio líquido do fundo. Entendemos que esse percentual não é suficiente para caracterizar a “participação relevante” de RPPS, considerando:

- (i) as severas restrições que esse conceito implica;
- (ii) a inexistência de um conceito de “participação relevante” na regulação da CVM para outros tipos de investidores;
- (iii) o disposto no artigo 7º, §4º, inciso IV, da Resolução CMN 3.922, onde o Conselho Monetário Nacional aponta seu entendimento de “participação relevante de RPPS” ao estabelecer que tais entes não poderão investir em



FIDC que tenha RPPS como cotistas em percentual superior a 50% do total de cotas seniores em circulação do fundo¹²; e

- (iv) que as irregularidades detectadas pela CVM nas rotinas de supervisão, e que motivaram a edição da Minuta, ocorreram, majoritariamente, em fundos que eram inteiramente detidos ou ao menos controlados por RPPS que detinham participação superior a 50% do patrimônio líquido do respectivo fundo.

Dessa forma, como proposta alternativa, pedimos a elevação do percentual que deflagra a participação relevante dos RPPS para 50% do patrimônio líquido do fundo, por ser mais adequado à realidade efetivamente verificada nas rotinas de supervisão, atendendo ao princípio da proporcionalidade vis-à-vis a severa limitação que tal conceito impõe ao mercado como um todo.

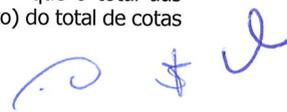
3.7. Captações realizadas ou em curso: regra de transição

Como já exposto anteriormente, a Minuta não estabeleceu um critério cronológico para apuração da participação relevante do fundo. Ao mesmo tempo, a Minuta estabelece, em seu artigo 8º, que “esta Instrução entra em vigor na data de sua publicação”.

Ou seja, a Minuta não estabelece nenhuma regra de transição para aplicação do conceito de “participação relevante de RPPS”, podendo a restrição ser aplicada a partir de sua publicação, de forma irrestrita.

Ocorre que há diversas estruturas de investimento em fase de registro de oferta pública ou de captação de recursos (em especial, FIP) com subscrição de cotas ou compromissos de investimento já formalizados ou em negociação, que poderão ser impactadas pela nova instrução se mantida a Minuta na sua forma original. Há, também, diversos fundos de investimento já captados e cujo capital não foi totalmente integralizado (chamadas de capital), os quais também poderão ser impactados pela Minuta, se não houver regra de transição clara.

¹² “§ 4º As aplicações previstas na alínea “a” do inciso VII deste artigo subordinam-se a: (...) IV – que o total das aplicações de regimes próprios de previdência social represente, no máximo, 50% (cinquenta por cento) do total de cotas seniores de um mesmo fundo de investimento em direitos creditórios”.



Vale ressaltar que essas captações realizadas ou em curso tinham em mente a realização de investimentos em ativos e valores mobiliários alvo de Ofertas Restritas (ou mesmo de ofertas privadas), sendo essa condição exaustivamente informada e aceita pelos investidores do fundo no momento da formalização do boletim de subscrição e/ou compromisso de investimento, ou, ainda, quando do aceite firme à proposta de investimento.

Os objetivos traçados por esses FIP poderiam ser afetados, e os demais investidores prejudicados, se advier regulação posterior que não excetue tais (legítimas) situações de seu alcance. Portanto, entendemos recomendável a criação de uma regra exceptiva ou de transição, cumulativamente às demais propostas aqui traçadas, conforme sugerimos no tópico "4", a seguir.

4. Sugestões

Considerando todos os comentários acima, apresentamos as nossas propostas de modificação da Minuta, em ordem sequencial de preferência, como segue.

4.1. Exclusão do dispositivo

Tendo em vista o exposto nesta manifestação, em especial as considerações sobre os diversos avanços no campo regulatório e administrativo na esfera dos RPPS, entendemos que as preocupações que embasam a Minuta já foram cobertas pelas diversas restrições que são aplicáveis aos RPPS, em especial a partir da publicação da Resolução CMN 4.604, que, dentre outras medidas, (i) condiciona a aquisição de ativos financeiros de emissores privados que sejam instituições financeiras e/ou companhias abertas; (ii) impõe a observância de limite de concentração por emissor em diversos fundos, incluindo os FIP, vedando a prática de "fundos monoativo"; (iii) estabelece critérios claros para seleção de gestores com experiência e qualificação técnica para os FIP, entre diversas outras condições restritivas já tratadas no tópico "3.1" acima.

Essas e outras medidas foram recentemente implantadas, mas não há dúvidas de que seus efeitos serão positivamente surtidos com o fim de mitigar a ocorrência de irregularidades em fundos com participação relevante de RPPS, ou mesmo em qualquer ativo elegível para investimento por essa classe de investidores.

Por esse motivo, considerando ainda os embaraços práticos que a proposta pode acarretar, e o fato de a norma, tal como redigida, levar a resultado prático contrário

àquele pretendido pela CVM, segregando os RPPS dos FIP destinados aos demais investidores, conforme expomos ao longo desta manifestação, entendemos que deve ser excluído o artigo 7º da Minuta.

4.2. Subsidiariamente: alteração do percentual

Caso não aceite a proposta de exclusão do dispositivo, e considerando os comentários feitos no tópico "3.6" desta manifestação, em especial a definição de participação relevante de RPPS que já consta no artigo 7º, §4º, inciso IV, da Resolução CMN 3.922, propomos, subsidiariamente, a alteração da redação proposta no artigo 7º da Minuta, como segue:

O fundo que possua como cotistas Regimes Próprios de Previdência Social (RPPS) que tenham, isolada ou conjuntamente, direta ou indiretamente, participação superior a ~~±5%~~ 50% do patrimônio líquido não poderá adquirir valores mobiliários que não tenham sido objeto de oferta pública de distribuição registrada, exceto quando os valores mobiliários forem de emissão de companhias abertas habilitadas a emitir em programas de distribuição, nos termos da regulamentação específica que dispõe sobre as ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários.

4.3. Cumulativamente: regra de transição

Por fim, como proposta cumulativa à sugestão do tópico "4.2", acima, e considerando os comentários dispostos no tópico "3.7", entendemos ser necessário criar uma regra de transição excetuando a aplicação da Minuta às captações já realizadas ou em andamento, bem como excetuando os efeitos da norma a ativos já adquiridos.

Desta forma, sugerimos a alteração do artigo 8º da Minuta no seguinte sentido:

Art. 8º Esta Instrução entra em vigor na data de sua publicação.

Parágrafo Único. As disposições previstas no artigo 7º desta Instrução não se aplicam:

I – aos fundos de investimento que, até a data de publicação desta Instrução, já tenham instruído e protocolado pedido de registro de suas cotas perante a CVM para realização de oferta pública registrada, nos termos do artigo 7º da Instrução CVM nº 400, de 29 de dezembro de 2003; e

II – aos ativos e valores mobiliários já constantes das carteiras de fundos de investimento registrados e em funcionamento até a data de publicação desta Instrução.

