

São Paulo, 14 de abril de 2021

Ao Ilustríssimo Senhor,
Marcelo Barbosa
Presidente

Comissão de Valores Mobiliários – CVM
Rio de Janeiro

Ref.: Edital de Audiência Pública da Comissão de Valores Mobiliários SDM nº 08/2020

Prezado Senhor Presidente,

Em atenção à proposta de aprimoramento da constituição, funcionamento e divulgação de informações dos fundos de investimento incluída na Consulta Pública, nos manifestamos com o objetivo de contribuir para o desenvolvimento do ecossistema de capital de risco no Brasil.

A Endeavor é uma organização global sem fins lucrativos formada pelos empreendedores e empreendedoras à frente de scale-ups - empresas inovadoras de alto crescimento e impacto. No Brasil desde 2000, promovemos um ecossistema que estimula o crescimento e das scale-ups, atuando em três frentes principais: apoiando e acelerando para que multipliquem o seu impacto no ecossistema, oferecendo soluções de open innovation e influenciando mudanças de políticas públicas que simplifiquem o ambiente de negócios brasileiro.

No ecossistema empreendedor, o capital de risco é fundamental para o crescimento das empresas, uma vez que elas realizam investimentos constantes para manter as altas taxas de inovação e investir em capital humano, o que tem reflexo no volume de empregos gerados e também na remuneração individual oferecida por esses negócios. Para além da oferta de capital, os fundos de capital de risco desenvolvem nas empresas competências de gestão, conhecimento específico de indústrias e acesso a rede de contatos.

Ao longo dos anos, observamos como o ecossistema de capital de risco no Brasil tem se desenvolvido, alcançando US\$ 3,5 bilhões de dólares investidos em empresas brasileiras em 2020, segundo dados do Distrito. Contudo, ao compararmos nosso ecossistema com o resto do mundo, tais quais Estados Unidos e China, há uma disparidade nos investimentos totais e em proporção do PIB: enquanto os Estados Unidos e China investem 0,60% e 0,33% em proporção do PIB, respectivamente, o Brasil apenas investe 0,12% em proporção do PIB.

Um dos entraves para o desenvolvimento do nosso ecossistema é a complexidade regulatória dos Fundos de Investimento em Participações (FIPs), que impõe alto compliance e alto custo de manutenção para os veículos de investimento.

Atualmente, o capital de risco tem sido um ativo cada vez mais considerado pelos investidores brasileiros. No entanto, a maioria deles têm investido nos fundos que possuem estrutura offshore, uma vez que as regulações são mais flexíveis e, com isso, estimulam uma maior entrada de capital de pessoas naturais e jurídicas.

Por isso entendemos ser essencial a adequação das atuais normas vigentes ao funcionamento da indústria de capital de risco, alinhado às melhores práticas internacionais. Assim, o ecossistema de capital de risco brasileiro será mais atrativo para abertura de novos veículos de investimento e para investidores que buscam alocar seu capital nesses ativos e, como consequência, o maior fluxo de capital pode fomentar o crescimento das empresas brasileiras.

Com base nisso, gostaríamos de sugerir as seguintes alterações e esclarecimentos às instruções 578, 579 e 476:

1. Alterar a redação do artigo 5 e do artigo 57, parágrafo 4º, inciso II, da [Instrução 578](#) para adaptar o formato da participação dos fundos (incluindo dos Fundo de Investimento em Participações) no processo decisório da empresa investida, de modo que a gestão não tenha efetiva influência.

Art. 5º O FIP, constituído sob a forma de condomínio fechado, é uma comunhão de recursos destinada à aquisição de ações, bônus de subscrição, debêntures simples, outros títulos e valores mobiliários conversíveis ou permutáveis em ações de emissão de companhias, abertas ou fechadas, bem como títulos e valores mobiliários representativos de participação em sociedades limitadas, ~~que deve participar do processo decisório da sociedade investida, com efetiva influência na definição de sua política estratégica e na sua gestão.~~ que pode apoiar o processo de gestão da sociedade investida, sem exercer efetiva influência na definição de sua política estratégica e na sua gestão.

Art. 57 [...]

~~“participar do processo decisório da companhia investida, com efetiva influência na definição de sua política estratégica e na sua gestão, notadamente por meio”~~ apoiar o processo de gestão da sociedade investida, sem exercer efetiva influência na definição de sua política estratégica e na sua gestão.

Justificativa

A efetiva influência do fundo no processo decisório da sociedade investida gera complexidade tanto para os gestores do fundo quanto para os empreendedores à frente da empresa investida.

Como os fundos possuem um portfólio amplo de empresas investidas, pode não ser sustentável em termos de complexidade exercer uma influência em todas. Devido ao

número de empresas no portfólio, os fundos geralmente possuem papel secundário ou passivo na gestão da empresa investida, uma vez que eles possuem baixo percentual no capital social da companhia.

Algumas rodadas de investimento possuem um fundo como investidor líder que normalmente possui algum poder político, contudo, os fundos co-investidores não possuem poderes políticos. Com isso, os fundos que atuam como co-investidores não possuem os mesmos mecanismos para exercer a efetiva influência.

A normativa também gera uma complexidade adicional para as empresas investidas, em especial para empresas em estágio inicial, uma vez que estas não possuem conselho formado e, com isso, os fundos necessitam buscar outras formas de exercer a influência. Ademais, a empresa está sujeita a diversas rodadas de investimento em sua jornada de crescimento, às quais estão sujeitas às cláusulas econômicas e políticas. Se houver uma entrega significativa de poder na primeira rodada, as rodadas subsequentes estarão comprometidas, desestimulando, inclusive, a entrada de novos investidores.

Deste modo, sugere-se a adaptação do formato de efetiva influência para que o fundo possa apoiar a gestão da sociedade investida sem exercer efetiva influência em sua estratégia.

Alternativamente, sugerimos que, se mantido o requisito da efetiva influência, ela possa ser dispensada caso os fundos tenham participação inferior a 5% das investidas ou estar presente exclusivamente em fundos de capital semente.

2. Alterar a redação do artigo 6, III, da [Instrução 578](#) (e idem do parágrafo 4º da nova Instrução) para adaptar o formato da participação do fundo no processo decisório da sociedade investida conforme a sua política de investimento.

Art. 6º A participação do fundo no processo decisório da sociedade investida pode ocorrer:

I – pela detenção de ações que integrem o respectivo bloco de controle;

II – pela celebração de acordo de acionistas; ou

III – pela celebração de qualquer contrato, acordo, negócio jurídico ou a adoção de outro procedimento ~~que assegure ao fundo efetiva influência na definição de sua política estratégica e na sua gestão, inclusive por meio da indicação de membros do conselho de administração.~~ que permita ao fundo apoiar o processo de gestão da sociedade investida, a depender da sua política de investimento, sem ser necessária a efetiva influência na definição de política estratégica.

Justificativa

A efetiva influência do fundo no processo decisório da sociedade investida gera complexidade tanto para os gestores do fundo quanto para os empreendedores à frente da empresa investida.

Como os fundos possuem um portfólio amplo de empresas investidas, pode não ser sustentável em termos de complexidade exercer uma influência em todas. Devido ao número de empresas no portfólio, os fundos geralmente possuem papel secundário ou passivo na gestão da empresa investida, uma vez que eles possuem baixo percentual no capital social da companhia.

Algumas rodadas de investimento possuem um fundo como investidor líder que normalmente possui algum poder político, contudo, os fundos co-investidores não possuem poderes políticos. Com isso, os fundos que atuam como co-investidores não possuem os mesmos mecanismos para exercer a efetiva influência.

A normativa também gera uma complexidade adicional para as empresas investidas, em especial para empresas em estágio inicial, uma vez que estas não possuem conselho formado e, com isso, os fundos necessitam buscar outras formas de exercer a influência. Ademais, a empresa está sujeita a diversas rodadas de investimento em sua jornada de crescimento, às quais estão sujeitas às cláusulas econômicas e políticas. Se houver uma entrega significativa de poder na primeira rodada, as rodadas subsequentes estarão comprometidas, desestimulando, inclusive, a entrada de novos investidores.

Deste modo, sugere-se a adaptação do formato de efetiva influência para que o fundo possa apoiar a gestão da sociedade investida sem exercer efetiva influência em sua estratégia.

Alternativamente, sugerimos que, se mantido o requisito da efetiva influência, ela possa ser dispensada caso os fundos tenham participação inferior a 5% das investidas ou estar presente exclusivamente em fundos de capital semente.

3. Incluir artigo na [Instrução 578](#) que trata sobre a responsabilidade dos investidores e gestores dos fundos sobre os passivos das empresas de sociedade fechada do portfólio dos Fundos de Investimento em Participações.

Justificativa

Atualmente, não há um artigo que trate da responsabilidade dos passivos das empresas de sociedade fechada que compõem o portfólio dos Fundos de Investimento em Participações. A ausência de um dispositivo legal sobre o tema abre margem para interpretações jurídicas, nas quais os investidores e gestores do Fundo podem ou não ser responsabilizados por tais passivos.

A insegurança jurídica desestimula os investimentos de risco em empresas de capital fechado, uma vez que pode gerar custos não provisionados pelos gestores do fundo. Assim sendo, sugere-se essa inclusão, com regras claras e definidas, para prover mais segurança jurídica a investidores e gestores.

4. Alterar a redação do artigo 3, §1º, da [Instrução 579](#) para retirar a obrigatoriedade da avaliação dos investimentos a valor justo, conforme as normas contábeis para mensuração de instrumentos financeiros.

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

~~§1º O valor justo dos investimentos deve refletir as condições de mercado no momento de sua mensuração, entendido como a data do reconhecimento inicial, de apresentação das demonstrações contábeis ou aquela em que informações sobre o patrimônio do fundo são divulgadas ao mercado.~~

§1º O valor a preço de custo dos investimentos deve ser definido pelo Fundo de Investimento em Participações, de acordo com sua política de investimento.

Justificativa

Como as Informações de Nível 1, do Pronunciamento do Comitê de Pronunciamentos Contábeis (CPC) 46, são “preços cotados (não ajustados) em mercados ativos para ativos a que a entidade possa ter acesso na data de mensuração” (item 76 do CPC 46) e oferecem “a evidência mais confiável do valor justo” (item 77 do CPC 46), a hipótese praticamente elimina o fator subjetividade na avaliação de ativos.

No entanto, nas Informações de Nível 2 (itens 81 a 85 do CPC 46), fala-se em “informação observável”, isto é, justificável por algum método comparativo com ativos similares e costuma sofrer a aplicação de fatores de ajuste. E nas Informações de Nível 3 (itens 86 a 90 do CPC 46) trata-se da “informação não observável”, cujos dados “devem ser utilizados para mensurar o valor justo na medida em que dados observáveis relevantes não estejam disponíveis, admitindo assim situações em que há pouca ou nenhuma atividade de mercado para o ativo ou passivo na data de mensuração” (item 87 do CPC 46).

Dado o perfil das empresas a serem investidas pelos FIPs no Brasil, a maioria dos Laudos a Valor Justo está fundamentada em Informações de Níveis 2 e 3, o que implica um complexo estudo desenvolvido por um assessor ou auditor externo, que enfrentará limitações de fontes de informações de preços de mercado, sustentando-se em projeções, em cristalina dificuldade atingir mensuração objetiva na vasta maioria dos casos.

Ademais, o enquadramento na hipótese prevista no §4º do Art. 3º da IN CVM 579 é também empreendimento complexo e com elevados custos visto que requer avaliação prévia, seguida de emissão de nota explicativa pelo assessor/auditor contratado.

Com isso, sugere-se a alteração para o método de valor a preço de custo, a ser realizado pelo Fundo de Investimento em Participações de acordo com sua política de investimento.

5. Alterar a redação do artigo 3, I e II, da [Instrução 476](#) para aumentar o número de investidores que podem receber a oferta e subscrever ou adquirir os valores mobiliários em distribuição com esforços restritos.

Art. 3º Nas ofertas públicas distribuídas com esforços restritos:

I – será permitida a procura de, no máximo, ~~50 (cinquenta)~~ 100 (cem) investidores qualificados; e

II – os valores mobiliários ofertados deverão ser subscritos ou adquiridos por, no máximo, ~~20 (vinte)~~ 75 (setenta e cinco) investidores qualificados.

Justificativa

A indústria de capital de risco já possui como características a iliquidez e o longo período para retornos do investimento. A atual restrição de oferta a 50 (cinquenta) investidores qualificados e aquisição por até 20 (vinte) investidores qualificados implica o aumento do ticket médio a ser adquirido por investidor, o que restringe o número da demanda e, conseqüentemente, dificulta os investimentos a serem realizados no fundo.

Sendo assim, sugere-se o aumento do número de investidores qualificados para oferta e aquisição dos valores mobiliários de modo a facilitar o processo de chamada de capital dos Fundos de Investimento em Participações.

Alternativamente, sugerimos a retirada de um limite de oferta para investidores sujeito a um conjunto de proteções legais e regulamentares a ser conferido pela Comissão de Valores Mobiliários.

Esperamos com as sugestões acima colaborar com o aperfeiçoamento normativo dos dispositivos sujeitos à análise do mercado por meio desta Audiência Pública. Sendo o que nos cumpria para o momento, permanecemos à disposição para quaisquer dúvidas ou esclarecimentos adicionais que venham a ser necessários.

Atenciosamente,

Renata Mendes
Diretora
Endeavor Brasil

Igor Piquet
Diretor
Endeavor Brasil