



**EDITAL DE AUDIÊNCIA PÚBLICA SDM N° 13/2013**

**Prazo: 10 de fevereiro de 2014**

**Objeto:** Criação do Fundo de Investimento em Ações – Mercado de Acesso – Alteração da Instrução CVM n° 409, de 18 de agosto de 2004.

**1. Introdução**

A Comissão de Valores Mobiliários – CVM submete à audiência pública, nos termos do art. 8º, § 3º, inciso I, da Lei n° 6.385, de 7 de dezembro de 1976, minuta de instrução (“Minuta”) propondo alteração da Instrução CVM n° 409, de 2004, que dispõe sobre a constituição, a administração, o funcionamento e a divulgação de informações dos fundos de investimento.

As alterações à Instrução CVM n° 409, de 2004, contidas na Minuta refletem as propostas elaboradas pelo Comitê Técnico de Ofertas Menores (Comitê) e encaminhadas à CVM com o objetivo de aprimorar o ambiente regulatório para que empresas de menor porte consigam acessar o mercado de capitais e se financiar por meio de emissões públicas de ações.

O Comitê chegou à conclusão de que, embora outros ajustes pudessem beneficiar o mercado de acesso, o principal obstáculo para que empresas menores utilizassem o mercado de ações como fonte de financiamento era a falta de investidores aptos para e dispostos a comprar ações de emissão dessas companhias. Ações de companhias menores têm menor liquidez e, por isso, são menos atraentes para investidores estrangeiros ou investidores de curto prazo.

O Comitê diagnosticou que as jurisdições que conseguiram desenvolver um mercado ativo para companhias de menor porte contam com investidores locais e veículos de investimento apropriados às características dessas empresas. Por isso, um dos principais focos de trabalho do grupo foi elaborar propostas que viabilizassem a criação de veículos de investimento aptos a comprar esses papéis de menor liquidez e maior risco.

A presente audiência pública se enquadra nesse contexto. Ela aborda a proposta de criação de fundos de investimento em ações com estrutura mais adequada à compra de ações de companhias de menor liquidez. Os fundos de investimento em ações – mercado de acesso terão mecanismos que lhes permitirá participar mais adequadamente do processo de transição das companhias entre a fase pré-abertura de capital e pós-abertura de capital.



**EDITAL DE AUDIÊNCIA PÚBLICA SDM Nº 13/2013**

Essa é a terceira audiência pública realizada pela CVM em decorrência das propostas do Comitê. A primeira já resultou na publicação da Instrução CVM nº 540, de 26 de novembro de 2013, que tem como objetivo flexibilizar o requisito de efetiva influência dos FIP no investimento de 35% de seu patrimônio em companhias listadas no segmento de acesso. A segunda audiência ainda está em andamento e retira a necessidade de publicação em jornal dos avisos previstos na Instrução nº 400, de 29 de dezembro de 2003.

## **2. As alterações propostas**

A Minuta propõe identificar os fundos de ações como fundos de investimento em ações – mercado de acesso quando eles adotarem política de investimento na qual 2/3 de seu patrimônio líquido seja investido em ações de companhias listadas em segmento de negociação de valores mobiliários voltado ao mercado de acesso, instituído por bolsa de valores ou por entidade do mercado de balcão organizado, e que assegure, por meio de vínculo contratual, práticas diferenciadas de governança corporativa (art. 95-B, § 5º da Minuta).

A Minuta também propõe prover esses fundos com mecanismos capazes de lidar com as características das ações de empresas de menor porte, em especial sua menor liquidez, bem como permitir que eles possam participar do processo de amadurecimento dessas companhias, comprando suas ações ainda quando empresas fechadas e acompanhando-as pelo processo de abertura de capital e por seus primeiros anos no mercado.

Assim, de um lado a Minuta flexibiliza os ativos que podem ser adquiridos pelos fundos de ações e, de outro, cria mecanismos para lidar com a falta de liquidez desses ativos. Tais propostas estão descritas abaixo.

### **2.1. Investimento em companhias fechadas**

A Minuta estabelece que fundos de ações – mercado de acesso constituídos sob a forma de condomínio fechado possam investir até 1/3 do seu patrimônio líquido em valores mobiliários de emissão de companhias fechadas, desde que participem do processo decisório das companhias investidas nas mesmas condições atualmente exigidas dos fundos de investimento em participação – FIP.

A intenção é permitir que tais fundos possam acompanhar a evolução de companhias que ainda não realizaram uma oferta pública inicial de ações, mas que pretendem ou tenham potencial de fazê-lo nos anos que seguem. Com a medida, a CVM cria a possibilidade de fundos de ações híbridos que invistam tanto em companhias fechadas quanto em companhias abertas. Esses fundos podem desempenhar um



**EDITAL DE AUDIÊNCIA PÚBLICA SDM Nº 13/2013**

importante papel de pavimentar o caminho dessas companhias ao mercado de ações, além de servir como fonte de financiamento.

Como os fundos de ações calculam suas cotas diariamente e este valor poderia ficar muito defasado, uma vez que companhias fechadas não são cotadas em bolsa e, em geral, são avaliadas a valor de custo nos fundos de investimento em participação, a Minuta determina que as companhias fechadas investidas pelo fundo de investimento em ações sejam avaliadas, a cada 12 meses, a valor justo, conforme norma contábil aprovada pela CVM sobre mensuração do valor justo.

A proposta está refletida nos §§ 5º e 6º que a Minuta acrescenta ao art. 95-B da Instrução CVM nº 409, de 2004.

## **2.2. Recompra de cotas**

Para que o gestor do fundo tenha mecanismos de enfrentar o descasamento entre o valor justo das cotas e o valor das cotas praticado no mercado secundário, fenômeno frequente em fundos fechados de ativos ilíquidos, o Comitê propôs flexibilizar o art. 112, §7º, da Instrução CVM nº 409, de 2004, regulamentando a recompra de cotas quando o valor do patrimônio líquido do fundo (*net asset value*) for superior ao seu valor de negociação no mercado secundário, desde que haja reservas.

A possibilidade de recompra, ao mesmo tempo em que estimula as negociações no mercado secundário porque provê liquidez, permite que o administrador ou o gestor sinalize aos cotistas sua expectativa de entrega de resultados.

A CVM entende que as ponderações do Comitê são pertinentes. Para estruturar o pleito do comitê, a CVM pesquisou as regras e limites impostas por jurisdições em que o mecanismo de recompra de cotas negociadas em mercado organizado já existe.

Nos Estados Unidos, por exemplo, admite-se a recompra de cotas dos fundos do tipo BDC (*Business Development Company*) – fundos fechados com cotas negociadas em bolsa e que investem pelo menos 70% do seu patrimônio em companhias fechadas ou com pequena capitalização (até US\$ 250 milhões de capital em circulação em bolsa) –, desde que observadas as seguintes condições dadas pela seção 23 do *Investment Company Act* de 1940: (i) que a recompra ocorra em bolsa e que o fundo tenha avisado aos investidores há não mais de 6 meses sua intenção de recomprar, ou (ii) que se dê por leilão, desde que se tenha dado a oportunidade de venda a cada investidor da classe a ser adquirida, ou ainda (iii) conforme regras excepcionais emitidas pela *Securities and Exchange Commission* – SEC, garantindo-se que não haja discriminação injusta entre os investidores da classe afetada.



**EDITAL DE AUDIÊNCIA PÚBLICA SDM Nº 13/2013**

A recompra também é admitida no México e na Austrália, países que não possuem um veículo ou categoria específica de fundo destinado a investir em empresas de pequeno ou médio porte. Dentre as regras impostas pelo regulador australiano se encontra a necessidade de imediato cancelamento das cotas recompradas, a existência de um limite de recompra (a cada 12 meses, somente 10% das cotas emitidas pelo fundo podem ser adquiridas) e a necessidade de comunicação da intenção de recompra com certa antecedência<sup>1</sup>.

No México, as regras para recompra de cotas de fundos negociados em bolsa são as mesmas aplicáveis a outros tipos de valores mobiliários e, assim como ocorre na Austrália, também deve haver divulgação antecipada sempre que haja a intenção de recompra de mais de 1% dos valores mobiliários a serem adquiridos.

A Minuta contempla a inserção de três novos parágrafos ao art. 10 da Instrução CVM nº 409, de 2004 (§§ 6º, 7º e 9º), abordando a própria autorização de recompra como também os seus limites, a necessidade de cancelamento das cotas e a forma de divulgação de informações a respeito da intenção de recomprar.

### **2.3. Taxa de performance**

Para os membros do Comitê, também seria importante permitir a cobrança de taxa de performance sobre retornos absolutos (índices de juros ou inflação, por exemplo), flexibilizando-se a exigência constante do art. 62, §1º, inciso I, da Instrução CVM nº 409, de 2004. Esse comando estabelece normas para a cobrança de taxa de performance em fundos destinados a investidores de varejo.

Não há, hoje, qualquer índice de renda variável que reflita de forma adequada a evolução de companhias do porte daquelas em que se pretende investir – as quais, como apontado pelo diagnóstico, ainda não comumente recorrem a ofertas públicas de ações para financiar suas atividades.

A inexistência de um índice adequado inviabiliza a cobrança de taxa de performance nos fundos de varejo e, conseqüentemente, a remuneração variável do gestor, podendo, em última instância, levar à inexistência dos fundos que se pretende fomentar ou ao incremento de outras taxas cobradas dos investidores em detrimento das variáveis que melhor alinham remuneração e desempenho. A CVM entende que a correlação entre a remuneração paga ao gestor e o resultado do fundo é saudável e está em linha com o que recomendam as melhores práticas internacionais.

---

<sup>1</sup> As regras se encontram disponíveis em:

[http://www.asic.gov.au/asic/pdflib.nsf/LookupByFileName/rg101.pdf/\\$file/rg101.pdf](http://www.asic.gov.au/asic/pdflib.nsf/LookupByFileName/rg101.pdf/$file/rg101.pdf).



**EDITAL DE AUDIÊNCIA PÚBLICA SDM Nº 13/2013**

Por esse motivo, a CVM propõe incorporar à Instrução estruturas de remuneração já consagradas na indústria de **private equity** e **venture capital**, notadamente em razão da semelhança que os ativos dessa indústria – também sem um parâmetro de referência amplamente aceito e adequado sobre o qual se pudesse cobrar a taxa de performance – guardam com as companhias em que esses fundos investirão.

Assim, ao mesmo tempo em que permite a cobrança de taxas de performance sobre índices de juros e inflação (§ 5º do art. 62), a Minuta prevê mecanismos que visam proteger o investidor de pagamentos excessivos. Para tanto, a Minuta estabelece que:

- i) caso o fundo opte por cobrar toda a taxa de performance ao final da vida do fundo, a taxa de performance somente seja calculada sobre os valores efetivamente recebidos pelos cotistas e que superem o valor do capital total investido ajustado de acordo com o parâmetro de referência escolhido pelo fundo; ou
- ii) caso o fundo opte por cobrar a taxa de performance periodicamente e se verifique, ao final do período de apuração de taxa de performance, que o valor da cota do fundo está abaixo do valor da cota por ocasião da última cobrança da taxa de performance, o administrador deve restituir o fundo da diferença entre o valor da taxa de performance pago e aquele que seria devido de acordo com o valor atual da cota.

### **3. Encaminhamento de sugestões e comentários**

As sugestões e comentários devem ser encaminhados, por escrito, até o dia **10 de fevereiro de 2014**, à Superintendência de Desenvolvimento de Mercado, preferencialmente pelo endereço eletrônico [audpublica1313@cvm.gov.br](mailto:audpublica1313@cvm.gov.br) ou para a Rua Sete de Setembro, 111, 23º andar, Rio de Janeiro – RJ, CEP 20050-901.

Após o envio dos comentários ao endereço eletrônico especificado acima, o participante receberá uma mensagem de confirmação gerada automaticamente pelo sistema.

Os participantes da audiência pública devem encaminhar as suas sugestões e comentários acompanhados de argumentos e fundamentações, sendo mais bem aproveitados se:

- a) indicarem o dispositivo específico a que se refere;
- b) forem claros e o mais objetivo possível, sem prejuízo da lógica de raciocínio;
- c) apresentarem sugestão de alternativas a serem consideradas; e



**EDITAL DE AUDIÊNCIA PÚBLICA SDM Nº 13/2013**

d) apresentarem dados numéricos, se aplicável.

As menções a outras normas, nacionais ou internacionais, devem identificar número da regra e do dispositivo correspondente.

As sugestões e comentários que não estejam acompanhadas de seus fundamentos ou que claramente não tenham relação com o objeto proposto não serão considerados nesta audiência.

As sugestões e comentários recebidos pela CVM serão considerados públicos e disponibilizados na íntegra, após o término do prazo da audiência pública, na página da CVM na rede mundial de computadores.

A Minuta está disponível para os interessados na página da CVM na rede mundial de computadores ([www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)), podendo também ser obtida nos seguintes endereços:

Centro de Consultas da Comissão de Valores Mobiliários  
Rua Sete de Setembro, 111, 5º andar  
Rio de Janeiro – RJ

Centro de Consultas da Comissão de Valores Mobiliários em São Paulo  
Rua Cincinato Braga, 340, 2º andar  
São Paulo – SP

Superintendência Regional de Brasília  
SCN, Qd. 2, Bloco A, 4º andar – Sala 404, Edifício Corporate Financial Center  
Brasília – DF

Rio de Janeiro, 12 de dezembro de 2013

*Original assinado por*

**FLAVIA MOUTA FERNANDES**  
**Superintendente de Desenvolvimento de Mercado**

*Original assinado por*

**LEONARDO P. GOMES PEREIRA**  
**Presidente**



**INSTRUÇÃO CVM Nº 5[•], DE [•] DE [•] DE 2014**

Altera a Instrução CVM nº 409, de 18 de agosto de 2004, que dispõe sobre a constituição, a administração, o funcionamento e a divulgação de informações dos fundos de investimento.

O **PRESIDENTE DA COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS – CVM** torna público que o Colegiado, em reunião realizada em [•] de [•] de 2013, tendo em vista o disposto nos arts. 2º, inciso V e §3º, 8º, inciso I, e 19 da Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976, **APROVOU** a seguinte Instrução:

Art. 1º Os arts. 10, 62 e 95-B da Instrução CVM nº 409, de 18 de agosto de 2004, passam a vigorar com a seguinte redação:

“Art. 10. ....

.....

§ 6º O regulamento do Fundo de Ações – Mercado de Acesso constituído sob a forma de condomínio fechado pode autorizar o fundo a comprar suas próprias cotas, no mercado organizado em que as cotas estejam admitidas à negociação, desde que:

I – o valor de recompra da cota seja inferior ao valor patrimonial da cota do dia imediatamente anterior ao da recompra;

II – as cotas recompradas sejam canceladas; e

III – o volume de recompras não ultrapasse, em um período de 12 (doze) meses, 10% (dez por cento) do total das cotas emitidas pelo fundo.

§ 7º Para efeito do disposto no § 6º deste artigo, o administrador do fundo deve anunciar a intenção de recompra, por meio de comunicado ao mercado arquivado, com pelo menos 14 (catorze) dias 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.

§ 8º O comunicado a que se refere o § 7º deste artigo terá validade por 12 (doze) meses, contados a partir da data de seu arquivamento.





**EDITAL DE AUDIÊNCIA PÚBLICA SDM Nº 13/2013**

§ 9º É vedado ao Fundo de Ações – Mercado de Acesso constituído sob a forma de condomínio fechado recomprar suas próprias cotas sempre que o administrador ou o gestor tenha conhecimento de informação ainda não divulgada ao mercado relativa às suas investidas que possa alterar substancialmente o valor da cota ou influenciar na decisão do cotista de comprar, vender ou manter suas cotas.” (NR)

“Art. 62. ....

§ 1º .....

.....

IV – cobrança após a dedução de todas as despesas, inclusive da taxa de administração, podendo incluir na base do cálculo os valores recebidos pelos cotistas a título de amortização ou de rendimentos nos termos do art. 42.

.....

§5º 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.

§6º Os Fundos de Ações – Mercado de Acesso 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:

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;

II – caso se verifique, ao final do período de apuração de taxa de performance, que o valor da cota do fundo está abaixo do valor da cota por ocasião da última cobrança da taxa de performance, o administrador deve restituir o fundo da diferença entre o valor de taxa de performance pago e aquele que seria devido de acordo com o valor atual da cota nos mesmos prazos e condições estabelecidos para o pagamento da taxa de performance.





**EDITAL DE AUDIÊNCIA PÚBLICA SDM Nº 13/2013**

§7º Para efeito do cálculo da taxa de performance, o regulamento dos Fundos de Ações – Mercado de Acesso que, constituídos sob a forma de condomínio fechado, se utilizarem da prerrogativa prevista no § 6º, inciso I, deste artigo, poderá prever que os valores recebidos pelos cotistas a título de amortização ou de rendimentos nos termos do art. 42 sejam corrigidos da data do seu recebimento à data de cobrança da taxa, no máximo, até o parâmetro de referência.” (NR)

“Art. 95-B. ....

.....

§ 5º Fundos de ações cuja política de investimento preveja que, no mínimo, 2/3 (dois terços) do seu patrimônio líquido seja investido em ações de companhias listadas em segmento de negociação de valores mobiliários, voltado ao mercado de acesso, instituído por bolsa de valores ou por entidade do mercado de balcão organizado, que assegure, por meio de vínculo contratual, práticas diferenciadas de governança corporativa:

I – devem usar, em seu nome, a designação “Ações – Mercado de Acesso”; e

II – quando constituídos sob a forma de condomínios fechados, podem investir até 1/3 (um terço) do seu patrimônio líquido em ações, debêntures, bônus de subscrição, ou outros títulos e valores mobiliários conversíveis ou permutáveis em ações de emissão de companhias fechadas.

§ 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; e

II – investir somente em companhias fechadas que adotem as seguintes práticas de governança:

a) proibição de emissão de partes beneficiárias e inexistência desses títulos em circulação;



**EDITAL DE AUDIÊNCIA PÚBLICA SDM Nº 13/2013**

- b) estabelecimento de um mandato unificado de 1 (um) ano para todo o Conselho de Administração;
- c) disponibilização de contratos com partes relacionadas, acordos de acionistas e programas de opções de aquisição de ações ou de outros títulos ou valores mobiliários de emissão da companhia;
- d) adesão a câmara de arbitragem para resolução de conflitos societários;
- e) no caso de abertura de seu capital, obrigar-se, perante o fundo, a aderir a segmento especial de bolsa de valores ou de entidade mantenedora de mercado de balcão organizado que assegure, no mínimo, níveis diferenciados de práticas de governança corporativa previstos nos incisos anteriores; e
- f) auditoria anual de suas demonstrações contábeis por auditores independentes registrados na CVM.

§ 7º Para fins de escrituração contábil, a avaliação da participação em companhias fechadas do fundo que se utilizar da prerrogativa do § 5º, inciso II, deste artigo deve ser feita, a cada 12 (doze) meses, a valor justo, conforme norma contábil aprovada pela CVM sobre mensuração do valor justo.” (NR)

Art. 2º Esta Instrução entra em vigor na data de sua publicação.

*Original assinado por*  
**LEONARDO P. GOMES PEREIRA**  
**Presidente**