



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Memorando nº 5/2020-CVM/SIN/DLIP

Rio de Janeiro, 04 de setembro de 2020.

De: SIN

Para: SGE

Assunto: Consulta - PRISMA PROTON ENERGIA FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES EM INFRAESTRUTURA

Processo 19957.005558/2020-62

1. Trata-se de Consulta, protocolada em 28/07/2020, a respeito do PRISMA PROTON ENERGIA FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES EM INFRAESTRUTURA (35.640.942/0001-19) - "Fundo", cujo pedido de registro de distribuição pública das cotas da 1ª emissão se encontra em andamento nesta CVM ("Oferta 400").
2. A propósito, destaca-se que o Fundo em epígrafe ainda não foi registrado nesta Autarquia.
3. O BTG PACTUAL SERVIÇOS FINANCEIROS S.A. DTVM ("BTG Pactual") e PRISMA CAPITAL LTDA. ("Prisma Capital"), na qualidade de Administrador e Gestor do Fundo, respectivamente (em conjunto, "Consulentes"), requerem a aprovação de mecanismos de análise prévia de potencial conflito de interesses, mediante a adoção de critérios definidos em assembleia geral de cotistas, nos termos da Instrução nº 578/16 ("ICVM 578").
4. O objetivo da Petição apresentada é o de *"obter aprovação pelo Colegiado da CVM, de mecanismo que consistirá em adoção, por meio de assembleia geral de cotistas do Fundo, de critérios objetivos de elegibilidade para o investimento futuro, pelo Fundo, em ativos de infraestrutura detidos por fundos, veículos de investimento ou carteiras de valores mobiliários administrados pelo administrador ou pelo gestor."*
5. Nesse sentido, foi requerido que a Petição fosse *"remetida à análise do Colegiado da CVM, haja vista que a questão trazida para análise e decisões a seu respeito impactam interesses coletivos"*.

I) Principais aspectos apresentados pelos Consulentes na Petição:

6. Inicialmente, os Consulentes trazem a informação de que investimento em

ações e outros títulos e valores mobiliários de emissão de companhias fechadas (típicos de *private equity* e *venture capital*) é considerado um investimento alternativo por estar sujeito a riscos mais elevados, sendo esta uma das razões que justifica a restrição desse tipo de fundo de investimento apenas a investidores qualificados.

7. Não obstante, destacam que o risco atrelado a um investimento desse tipo, principalmente no caso de investimentos em infraestrutura, varia substancialmente a depender do grau de desenvolvimento e maturidade do projeto/companhia a ser investida.
8. Nesse sentido, os Consulentes reforçam que as diferentes fases de vida do projeto oferecem riscos distintos. Dessa forma, uma flexibilidade relevante para gestores dessa indústria é a possibilidade de estruturar diferentes fundos de investimento em participações (“FIPs”), com portfólios de projetos ou empresas em diferentes estágios de desenvolvimento e maturidade, adequando a relação risco-retorno para investidores com apetites distintos para o risco (por exemplo, FIPs de desenvolvimento em oposição a FIPs de exploração de projetos maduros).
9. Tal situação, de acordo com os Consulentes, implica a formação de múltiplos FIPs (os chamados “fundos paralelos”), os quais teriam uma única entidade como gestora.
10. Ocorre, contudo, que o disposto no artigo 44, § 1º, da ICVM 578, determina que a compra e venda de projetos de infraestrutura desenvolvidos por um desses FIPs paralelos ao outro seria objetivamente considerada uma situação vedada, salvo na hipótese de aprovação pelos cotistas de ambos FIPs representantes da maioria das cotas subscritas em circulação emitidas, reunidos em assembleia geral, conforme disposto no artigo 29, § 2º, da ICVM 578.
11. Os Consulentes reforçam que a vedação à aquisição sem aprovação pela assembleia visa a mitigar potencial conflito de interesse existente na operação, uma vez que muitas vezes a elevação do preço a ser pago aumenta o retorno dos cotistas do FIP vendedor à mesma proporção em que diminui o retorno dos cotistas do FIP comprador (e vice-versa), de modo que o administrador ou gestor poderá ter dificuldade em agir em ambos os casos no melhor interesse dos dois grupos de cotistas.
12. Em complemento, os Consulentes alegam que, devido às vantagens fiscais dos FIPs de Infraestrutura (“FIPs-IE”) tem crescido substancialmente o número de FIPs-IE com cotas listadas em bolsa de valores, com expressiva dispersão entre investidores pessoas físicas. Ademais, afirmam que, nesse sentido, tais FIP-IE muito se assemelham aos fundos de investimento imobiliário (“FII”), ao menos nesse aspecto de seu funcionamento.
13. Entretanto, argumentam que é possível notar que o mercado secundário brasileiro ainda não apresenta grande oferta de projetos de infraestrutura maduros, quando comparados a oferta de projetos ainda em fase de desenvolvimento e com níveis de risco mais elevados.
14. Dessa forma, os Consulentes explicam que é comum que os desenvolvedores de projetos de infraestrutura constituam veículos de investimento distintos – um captado junto a investidores institucionais e destinado a angariar recursos para os estágios iniciais do projeto (com maior nível de risco); outro captado junto a pessoas físicas quando o ativo já é maduro (com menor nível de risco), e que usufruem do processo de amadurecimento dos projetos geridos

pelos primeiros.

15. Além disso, afirmam que "a solução que o mercado tem dado para essa questão – já validada por esta CVM em múltiplas ofertas recentes de FIPs-IE – é alternativa segundo a qual o distribuidor das cotas de emissão do FIP" oferece aos investidores a outorga de "procuração para a apresentação de voto em assembleia geral, a ser convocada tão logo seja encerrada a oferta pública, que terá como ordem do dia a aprovação de aquisição de um ativo gerido pelo gestor por meio de um FIP paralelo".
16. Os Consulentes chamam a atenção, ainda, para o item 28 do Ofício-circular nº 1/2020 da SRE, que destaca a validade da utilização de outorga de procuração no momento da subscrição de cotas, em linha, inclusive, com precedentes do Colegiado nesse mesmo sentido.
17. Após apresentadas essas questões iniciais, os Consulentes destacam as particularidades do Fundo em análise, as quais listamos abaixo:
 - a. haverá ampla divulgação nos documentos da oferta de cotas de classe A de sua emissão a serem distribuídas publicamente sobre o potencial conflito de interesse na aquisição de ativos de FIPs paralelos, geridos pelo mesmo gestor;
 - b. os investidores, ao aceitarem participar da referida oferta por meio da assinatura ou confirmação do respectivo pedido de reserva ou boletim de subscrição, conforme o caso, serão convidados a outorgar procuração em favor das instituições intermediárias, a seu exclusivo critério, consoante modelo anexo ao pedido de reserva ou boletim de subscrição supramencionado, conforme o caso, para deliberar sobre a aquisição pelo Fundo de até 100% (cem por cento) das participações detidas, direta e/ou indiretamente, pelos fundos de investimento (a) Prisma Hélios Fundo de Investimento em Participações Infraestrutura, fundo de investimento; e/ou (b) Prisma Hélios II Fundo de Investimento em Participações Multiestratégia, fundo de investimento - "Fundos Paralelos", individual ou conjuntamente, na sociedade que seja alvo do investimento pelo Fundo;
 - c. faz parte da estratégia de investimento do Fundo a aquisição, de tempos em tempos, de outros projetos de infraestrutura desenvolvidos por meio dos Fundos Paralelos ou de outros FIPs geridos pelo Gestor;
 - d. ocorre que o Fundo terá suas cotas de classe A listadas em bolsa e pretende atingir certa dispersão. Tal pulverização da base de cotistas torna extremamente difícil a realização de assembleias com cotistas representando mais da metade de todas as cotas subscritas, como exige a regulamentação em vigor;
 - e. nesse contexto, a outorga da procuração descrita acima, ainda que represente alternativa viável para operações que destinem recursos da oferta pública para aquisição de ativos com conflito de interesses, não soluciona as dificuldades de realizar novas assembleias gerais para aquisições posteriores de ativos com potencial conflito de interesses;
 - f. a SIN já teria manifestado seu entendimento sobre o estabelecimento de critérios de elegibilidade para negociação de ativos financeiros por FII em situação de potencial conflito de interesse sujeitos à deliberação de assembleia única, uma vez que a dinâmica operacional dessas operações tornaria inexecutável a realização de uma assembleia de cotistas para cada operação particular;

- g. assim, em linha com precedentes de FII's, os Consulentes propõem que o Fundo adote mecanismos de mitigação de conflitos de interesses, os quais serão ratificados pelos cotistas na Assembleia Geral Originária, e que suprirão a aprovação individualizada pela assembleia geral de tais operações subsequentes;
- h. para tanto, seria formado um comitê consultivo cuja atribuição seria deliberar potenciais transações do Fundo com partes relacionadas e/ou que impliquem potencial conflito de interesses com o Administrador ou com o gestor da carteira do Fundo, nos termos da Instrução CVM 578 ("Comitê Consultivo");
- i. a estrutura de implantação, funcionamento e governança do Comitê Consultivo tomou por base a figura dos *Limited Partners Advisory Committee* ("LPAC") presentes na indústria de fundos de *private equity* norte americana;
- j. a possibilidade de "submissão de deliberação acerca de transações com partes relacionadas a um comitê reduzido, que não contempla a totalidade dos investidores" seria, assim, uma prática da "indústria internacional de fundos de *private equity*, tradicionalmente destinados a um público investidor mais sofisticado";
- k. propõe-s e para o Fundo a implementação de um Comitê Consultivo formado por membros independentes que, como prática já adotada por companhias abertas para atratividade de membros capacitados e bem qualificados, serão remunerados às expensas do Fundo;
- l. o Comitê Consultivo seria composto por três membros eleitos pelos cotistas do Fundo a partir de uma lista de candidatos independentes apresentados pelo Gestor, por um mandato unificado de cinco anos, e, visando à preservação da independência dos membros do Comitê Consultivo, estes seriam remunerados pelo Fundo mediante aprovação pela Assembleia Geral de Cotistas, nos termos do artigo 24, inciso XIII, da Instrução CVM 578;
- m. na hipótese de aprovação da transação pelo Comitê Consultivo, desde que respeitado o processo de aprovação previsto nos Artigos 53 e 54 do Regulamento do Fundo ("Regulamento"), a referida transação poderia ser efetivada pelo Fundo, independentemente de aprovação pela Assembleia Geral de Cotistas. As decisões do Comitê Consultivo não teriam o condão de eximir o Administrador ou o Gestor, conforme o caso, nem as pessoas por este contratadas para prestar serviços ao Fundo, de suas responsabilidades perante a CVM, os cotistas ou terceiros;
- n. o Gestor, ao submeter uma transação conflitada ou com Partes Relacionadas à análise do Comitê Consultivo, deverá apresentar, além dos detalhes da transação, um laudo de avaliação do ativo que pretende adquirir produzido por uma empresa de avaliação independente indicada pelo Comitê Consultivo, sendo que a operação deverá atender aos Critérios de Elegibilidade (artigo 53 do Regulamento);
- o. caso o parecer do Comitê Consultivo seja favorável à realização da transação, e desde que: (i) a transação atenda aos Critérios de Elegibilidade; e (ii) o valor efetivo da transação tenha diferença de até 5% (cinco por cento) superior do valor indicado no laudo de avaliação, o Gestor estará autorizado a proceder com a transação (parágrafo 1º,

artigo 54, do Regulamento);

- p. os "Critérios de Elegibilidade" foram definidos conforme se segue (vide Anexo V - Minuta do Regulamento):
- os valores mobiliários deverão ser considerados como ativos operacionais, assim entendidos projetos que já tenham sido entregues e com todas as autorizações necessárias para funcionamento, isto é, ativos caracterizados como *brownfield* (conforme definido no Regulamento);
 - a alavancagem máxima das sociedades alvo deverá atender a um índice de cobertura do serviço da dívida ("ISCD") mínimo estabelecido como de 1,2 vezes;
 - para o caso de valores mobiliários de emissão de sociedades que atuem no setor-alvo de geração de energia elétrica, tais ativos deverão representar um retorno mínimo equivalente a 3,75 pontos percentuais acima do retorno das Notas do Tesouro Nacional (Série B) de referência ("NTN-B"), com base no método de avaliação de fluxo de caixa descontado;
 - para o caso de valores mobiliários de emissão de sociedades que atuem no setor-alvo de transmissão de energia elétrica, tais ativos deverão representar um retorno mínimo equivalente a 3,00 pontos percentuais acima do retorno das NTN-Bs, com base no método de avaliação de fluxo de caixa descontado; e
- q. o método de avaliação de fluxo de caixa descontado será definido pelo gestor do Fundo e será realizado por avaliador independente contratado às expensas do Fundo.
- r. caso quaisquer dos Critérios de Elegibilidade não seja atendido e/ou o valor proposto pelo Gestor para aquisição de ativos conflitados seja superior em mais de 5% do valor justo apurado em parecer de avaliador independente contratado pelo Fundo, a transação não poderia sequer ser avaliada pelo Comitê Consultivo, só podendo se dar mediante aprovação expressa pela assembleia geral de cotistas do Fundo (parágrafo 2º, artigo 54, do Regulamento); e
- s. o Fundo adota como regra geral a distribuição de seus rendimentos, de modo que os recursos necessários para tais transações subsequentes em potencial conflito de interesses seriam obtidos através de novas emissões de cotas do Fundo, também distribuídas por meio de ofertas públicas. É natural que, no contexto de tais ofertas públicas, o escrutínio dos participantes e dos próprios investidores também servirá de critério de análise e validação do preço proposto para a transação – uma vez que os documentos da oferta trarão ampla e disseminada informação sobre a transação pretendida.
18. Por fim, os Consulentes resumem, indicando com base nos aspectos descritos acima, que *"o interesse dos cotistas é preservado na medida em que tal transação conflitada atenderá a critérios pré-estabelecidos"*, e também serão *"aprovados pelos cotistas na Assembleia Geral Originária e divulgados publicamente no regulamento do Fundo, bem como que essa passará por avaliação de membros independentes e qualificados que comporão o Comitê Consultivo"*.
19. Questionam ao fim, ainda, se essa avaliação por membros independentes,

técnicos e altamente qualificados não representaria um parâmetro de governança mais eficaz e protetivo aos cotistas do que a própria aprovação em assembleia geral, dado que tais membros fariam uma efetiva avaliação da qualidade da transação proposta pelo gestor de forma mais profissional, se comparado com a maioria dos cotistas.

II- Pedidos Apresentados pelos Consulentes

20. Considerando os argumentos apresentados, os Consulentes solicitam a esta CVM:
- i. a autorização para que o Fundo, em Assembleia Geral Originária, delibere acerca da criação do Comitê Consultivo e da adoção dos Critérios de Elegibilidade, de forma que o Fundo, no futuro, seja autorizado a proceder com a aquisição de ativos alvos detidos pelas partes relacionadas aqui dispostas sem que seja necessária nova assembleia geral de cotistas, e
 - ii. a permissão de que os membros do Comitê Consultivo sejam remunerados pelo Fundo, e não pelo Gestor ou Administrador, de forma a preservar sua independência.

III- Considerações da DLIP/SIN

21. Conforme se observa acima, os Consulentes estão propondo como inovação, para além da outorga de procuração no ato da Oferta 400, a aprovação da criação de um Comitê Consultivo, remunerado pelo Fundo, e a adoção de critérios de elegibilidade para que o Fundo possa aprovar a aquisição de ativos-alvo em situação de conflito de interesses, em Assembleia Única.
22. Como argumento principal, os Consulentes expõem que a indústria de fundos de investimento em participação em infraestrutura (FIP-IE) ainda é pouco desenvolvida no mercado doméstico, de forma que a escassez de oferta de projetos em estágios mais maduros e de menor risco (pós fase de desenvolvimento) acabou criando um mecanismo de múltiplos FIPs, os chamados fundos paralelos, em que um FIP adquire ativos de outros fundos, geridos pela mesma entidade, adequando a relação risco-retorno conforme estágio de desenvolvimento dos projetos e perfil de diferentes tipos de investidores.
23. Ademais, alegam que o Fundo em análise pretende atingir nível de dispersão considerável em termos de número de cotistas pessoa física, o que, via de regra, dificulta a realização de assembleias com cotistas representando mais da metade de todas as cotas subscritas para deliberar a cada nova proposta de aquisição de ativos em potencial conflito de interesses, conforme requer o artigo 29, § 2º, da ICVM 578.
24. Em um primeiro momento, nos chamou a atenção as afirmações dos Consulentes a respeito de que: (i) *"tem crescido substancialmente o número de FIPs-IE com cotas listadas em bolsa de valores, com expressiva dispersão entre investidores pessoas físicas"*; (ii) *"ressalte-se que outros FIPs-IE listados em bolsa frequentemente atingem uma marca de cinco a dez mil cotistas, dos quais a grandíssima maioria é composta por pessoas físicas"*; e (iii) *"a experiência recente da CVM mostra que ofertas de FIPs-IE com esse racional econômico [o dos fundos paralelos] se tornaram lugar-comum"*.
25. A esse respeito, analisamos os dados relativos aos FIPs-IE, cujo resumo pode ser encontrado nas tabelas constantes do Relatório nº 7/2020-CVM/SIN/DLIP

(doc. SEI 1086635).

26. Ao todo, são nove os FIPs-IE listados na B3. No período mais recente (2019-2020), três desses fundos FIP-IE foram registrados e listados com as características comentadas na Consulta em análise, quais sejam: (i) expressiva dispersão entre investidores pessoa física; (ii) média de 5.204 cotistas; (iii) mais de 90% das cotas subscritas por pessoas físicas; e (iv) estrutura de fundos paralelos (a exceção de um deles), com mecanismo de outorga de procuração, no ato da oferta, para a deliberação subsequente a respeito de aquisição de ativos-alvo em situação de conflito de interesses.
27. Além disso, havia quatro ofertas de FIP-IE em andamento na data de 20/8/2020, sendo que duas apresentavam o mesmo mecanismo citado no item 'iv' acima: o próprio Prisma Proton Energia FIP-IE e o Evoltz Energia FIP-IE .
28. Diante desses dados, é possível perceber, no período mais recente, um movimento crescente de oferta públicas de FIPs-IE com as características comentadas na Consulta, mas que ainda ocorre de uma forma incipiente.
29. Entretanto, não se pode desconsiderar que esta é uma indústria ainda pouco desenvolvida no mercado interno, com escassez de oferta de projetos em estágios mais maduros, o que, de fato, incentiva o mecanismo de fundos paralelos. Desta maneira, há bastante espaço para que a dinâmica relatada acima se estabeleça, de forma que a estruturação de Múltiplos FIP envolvendo aquisições de ativos potencialmente conflitados possa ser reconhecida e devidamente tratada por esta Autarquia, sem prejudicar, de outro lado, o bom funcionamento do mercado de capitais e o desenvolvimento da indústria.
30. Esclarecidos esses pontos, reforçamos que nas ofertas de outros FIP-IE mencionadas acima, o instrumento da outorga de procuração serviu à futura deliberação acerca da aquisição de ativos-alvo em conflito de interesses. Tais ativos já eram do conhecimento dos investidores no momento da oferta, tornando possível a divulgação de informações com a transparência e o detalhamento necessários e, conseqüentemente, permitindo aos futuros cotistas a tomada de decisão informada a respeito de tais aquisições.
31. Como já comentado, o Fundo em análise também pretende adotar o mecanismo de outorga de procuração no ato da Oferta 400, visando a deliberação subsequente para a aquisição de até 100% de participação na Proton Energy Participações S.A. ("Sociedade Inicial"), que é detida pelos fundos paralelos Prisma Hélios Fundo de Investimento em Participações Infraestrutura e Prisma Hélios II Fundo de Investimento em Participações Multiestratégia.
32. O assunto relacionado à outorga de procuração já foi devidamente discutido pelo Colegiado desta Autarquia, na reunião realizada em 28/5/2019, de forma que não temos óbice quanto ao uso do referido mecanismo por parte do Fundo, desde que os termos da procuração em questão estejam aderentes ao indicado pelo Colegiado no âmbito do Processo SEI 19957.003280/2019-55, e desde que o Administrador do Fundo observe as orientações contidas no Ofício-Circular nº 1/2020-CVM/SRE a respeito do assunto, premissas que entendemos estarem presentes no caso.
33. A inovação no caso concreto decorre do fato de que o Administrador e o Gestor do Fundo buscam criar uma estrutura que viabilize a aquisição futura de ativos-alvo em situação de conflito de interesses sem que, para tanto,

precise passar pelo crivo de assembleias específicas a cada operação particular. Ou seja, buscam aprovação em Assembleia Única. Segundo a petição:

Faz parte da estratégia de investimento do Fundo a aquisição, de tempos em tempos, de outros projetos de infraestrutura desenvolvidos por meio dos Fundos Paralelos ou de outros FIPs geridos pelo Gestor.

Ocorre que o Fundo terá suas cotas de classe A listadas em bolsa e pretende atingir certa dispersão. Tal pulverização da base de cotistas torna extremamente difícil a realização de assembleias com cotistas representando mais da metade de todas as cotas subscritas, como exige a regulamentação em vigor.

34. Sobre este aspecto, os consultantes sugerem que as decisões relacionadas a Fundos de Investimento Imobiliário - FII são precedentes para o caso concreto, trazendo à discussão a informação de que *"a DLIP/SIN já manifestou seu entendimento sobre o estabelecimento de critérios de elegibilidade para negociação de ativos financeiros por FII em situação de potencial conflito de interesse sujeitos à deliberação de assembleia única, uma vez que a dinâmica operacional dessas operações tornaria inexecutável a realização de uma assembleia de cotistas para cada operação particular"*.
35. Tal entendimento teve sua origem no âmbito das discussões envolvendo o Processo 19957.009106/2017-54. Referido processo foi instaurado em virtude de consulta formulada por RB CAPITAL ASSET MANAGEMENT S.A sobre o entendimento da CVM a respeito da possibilidade de fundos de investimento imobiliário geridos pela mencionada gestora, adquirirem quaisquer CRIs de emissão da RB Capital Securitizadora S.A. e da Capital Companhia de Securitização, sociedades ligadas à gestora, a partir de aprovação prévia realizada em uma única assembleia geral de cotistas.
36. Naquela ocasião, a SIN se manifestou por meio do Ofício nº 9/2018/CVM/SIN/GIES, com o entendimento de que a *"aprovação prévia, específica e informada da assembleia geral de cotistas"* exigida pelo art. 34 da Instrução CVM nº 472 não necessariamente demandaria, no caso concreto ali tratado de FII dedicado para a aquisição de CRIs, que *"uma assembleia deve ser realizada para cada aquisição individualizada de determinado ativo que a gestora pretenda adquirir"* de uma parte relacionada. Se houver critérios claros e definidos de elegibilidade para os ativos conflitados que permitam configurar um gênero de CRI de parte relacionada que possa ser adquirido pelo fundo, e em condições que envolvam a mesma natureza e fonte de conflito de interesses, parece à área técnica de nenhuma serventia a investidores que seja realizada uma nova assembleia a cada aquisição de ativos que apresentassem, para todos os efeitos, exatamente o mesmo tipo de conflito novamente.
37. Mais recentemente, temos observado um movimento crescente de pedidos de oferta de cotas de FIIs que investem preponderantemente em títulos e valores mobiliários ("FIIs de papel") - especificamente em CRIs -, com outorga de procuração para a deliberação prévia de aquisição de ativos-alvo em situação de conflito de interesses, com base em critérios de elegibilidade.
38. Destacamos que esses pedidos vêm sendo analisados de maneira criteriosa pela DLIP, de maneira a verificar se os critérios de elegibilidade conferem, efetivamente, o detalhamento necessário para minimizar os riscos envolvidos.

39. É importante frisar que nas discussões relacionadas aos FIIIs houve a preocupação em esclarecer que os CRIs são uma classe de ativos, formada por títulos/valores mobiliários com as mais diferentes características, e não como um contrato padronizado. Daí a necessidade de se utilizar, na maior extensão possível, critérios de elegibilidade objetivos como balizadores das potenciais aquisições conflitadas, permitindo aos cotistas deliberar previamente sobre o afastamento ou não de potencial conflito de interesses.
40. Outro aspecto relevante no caso dos FIIIs de papel listados (integrantes dos IFIX) é a significativa dispersão que existe entre os investidores cotistas pessoas físicas. Tais fundos alcançam de 3.000 a 200.000 cotistas. Como o *range* é significativo, pode-se observar a mediana do número de cotistas, que é de aproximadamente 16.400 cotistas, em sua maioria pessoas físicas (fonte: sistema FundosNet e site da B3).
41. Sobre este último aspecto, é preciso destacar que a ICVM 472/08 (conforme alterada) já flexibilizou a composição de quorum mínimo, reduzindo para 25%, no mínimo, das cotas emitidas, o percentual aplicável nas assembleias que tratam aprovação dos atos que configurem potencial conflito de interesses, no caso dos fundos de investimento imobiliário com mais de cem cotistas (artigo 20, § 1º, inciso I da ICVM 472/08).
42. A norma que regulamenta os FIPs, por sua vez, dispõe que as deliberações relativas à aprovação dos atos que configurem potencial conflito de interesses dependem da aprovação de cotistas que representem metade, no mínimo, das cotas subscritas (artigo 29, § 2º da ICVM 578). Assim, tudo leva a crer, e a consulta ao Relatório de Audiência Pública da ICVM 578 reforça essa conclusão, que as discussões levadas a efeito na época não consideraram, no contexto, dos FIPs, as dificuldades operacionais e estruturais para a realização de assembleias em fundos com alta dispersão de cotistas, como visto aqui.
43. Assim sendo, reconhecemos o paralelo traçado entre os FIIIs e os FIPs-IE listados no período recente, quanto à elevada dispersão de cotistas pessoa física (dinâmica que se inicia nos FIPs-IE), o que dificulta a formação de quorum qualificado para deliberação em assembleia de cotistas.
44. À luz da norma aplicável, a assembleia de cotistas é o fórum mais adequado para se permitir a aquisição de ativos em situação de conflito de interesses. Não obstante, como já endereçado no caso dos FIIIs, não necessariamente uma assembleia deve ser realizada para cada aquisição, individualizada, de determinado ativo que a gestora pretenda adquirir. Na visão da SIN, deve-se apenas garantir que os cotistas sejam informados com a maior especificidade possível sobre todos os riscos envolvidos, de forma a que a sua deliberação possa ser tomada sobre o afastamento ou não do potencial conflito.
45. Nesse sentido, a criação de um Comitê Consultivo, com as características propostas pelos Consulentes, parece fornecer, em uma análise isolada, o conforto necessário à deliberação de potencial conflito de interesses em assembleia única, uma vez que seus membros são dotados de (i) qualificação profissional e independência; (ii) poder de indicar avaliador independente; (iii) são remunerados pelo Fundo; (iv) tem poder de fiscalizar e representar os investidores; e (v) sua eleição, definição de poderes e critérios de elegibilidade estão sujeitos à aprovação em assembleia de cotistas.
46. Convém salientar que, em distinção ao que é proposto no Regulamento do Fundo, onde o Comitê Consultivo seria composto por três membros eleitos

pelos cotistas com base em uma lista de candidatos independentes escolhidos pelo Gestor e remunerados pelo Fundo, na indústria norte americana de *private equity* os *Limited Partners Advisory Committees* ("LPACs") são, a exemplo do nome, compostos por representantes dos próprios *limited partners* ("Cotistas", "LPs") detentores de percentual significativo das cotas, e desempenham a função, quase que invariavelmente, sem compensação financeira.

47. Neste ponto da análise, importa mencionar as particularidades dos Fundos de Investimento em Participações, sendo três principais: (i) horizonte de tempo longo até a maturação/sucesso dos investimentos; (ii) alto grau de assimetria informacional (problema principal-agente); e (iii) processo decisório de investimento (alocação) substancialmente baseado em avaliações qualitativas e que, por isso mesmo, contém grau mais elevado de subjetividade e relacionado à *expertise* do gestor.
48. Sobre as avaliações, ressaltamos que o método do fluxo de caixa descontado ("DCF") é comumente usado na valoração de companhias de capital fechado, tanto para fins de aquisição quanto para mensuração subsequente. Por isso mesmo, é um dos principais métodos utilizados na avaliação a valor justo requerida para os investimentos detidos por FIPs classificados como "entidades de investimento". Assim dispõe o artigo 3º da ICVM 579:

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.
49. A norma contábil que trata de mensuração a valor justo é o Pronunciamento Técnico CPC 46. Referido pronunciamento estabelece três possíveis técnicas de avaliação a valor justo: (i) abordagem de mercado, (ii) abordagem de custo e (iii) abordagem de receita. O método DCF se encaixa na abordagem de receita e, normalmente, é classificado no nível 3 da hierarquia de valor justo, considerando que faz uso relevante de dados não observáveis no mercado (projeções), carregados por sua natureza de relevante subjetividade e incerteza.
50. No caso concreto, a despeito de constar do Regulamento do Fundo que o Comitê Consultivo será o responsável por indicar avaliador independente, devemos considerar o fato de que o Gestor, na posição de entidade gestora comum, é quem fornecerá ao avaliador independente todos os elementos econômicos (variáveis chave) necessários à valoração da companhia potencialmente conflitada. Isso porque a discricionariedade imprimida aos gestores de FIPs qualificados como entidades de investimento confere aos mesmos efetiva influência na definição da política estratégica e na gestão da sociedade investida.
51. Corroborar esse entendimento a informação de que o modelo de avaliação de fluxo de caixa descontado será definido pelo Gestor (conformem regulamento) e não pelo avaliador independente (Anexo V do Regulamento do Fundo).
52. Em suma, é preciso estar atento ao fato de que o grau de subjetividade empregado na valoração de ativos por meio do método do DCF é relevante, o

que prejudica a objetividade que se faz necessária na definição dos critérios de elegibilidade para a avaliação, por parte dos cotistas, sobre o afastamento ou não de situação envolvendo conflito de interesses em assembleia única.

53. Neste momento, importa analisar os critérios de elegibilidade definidos pelo Gestor.
54. Como se observa na minuta de Regulamento do Fundo (Anexo V), os dois primeiros critérios - projetos *brownfield* e ICSD mínimo equivalente a 1,2x - são claramente objetivos, o que é positivo na definição de balizadores adequados.
55. Os dois últimos critérios, entretanto, contém subjetividade intrínseca ao próprio método do fluxo de caixa descontado. Tais critérios são:
 - i. Para o caso de Valores Mobiliários de emissão de Sociedades Alvo que atuem no Setor Alvo de geração de energia elétrica, tais ativos deverão representar um retorno mínimo equivalente às NTN-B de referência + 3,75% , com base no método de avaliação de fluxo de caixa descontado; e
 - ii. Para o caso de Valores Mobiliários de emissão de Sociedades Alvo que atuem no Setor Alvo de transmissão de energia elétrica, tais ativos deverão representar um retorno mínimo equivalente a NTN-B + 3,00%, com base no método de avaliação de fluxo de caixa descontado.
56. Vale esclarecer que, por envolverem ativos *brownfield*, há certa redução nos riscos atrelados ao *valuation* do ativo (mais dados históricos). Contudo, ainda que sejam projetos operacionais, já em fase de geração de receita, pode haver obrigações de implementação, investimento ou expansão pendentes, com reflexos nas projeções de fluxo de caixa futuros, especialmente se tais fluxos se mostrarem negativos no horizonte inicial de projeção.
57. Especificamente, chamou a atenção a ausência de informação a respeito de qual vencimento da NTN-B deveria ser considerado (10 anos, 20 anos, 35 anos, etc.).
58. Além disso, não está claro se as projeções de receitas futuras serão estimadas conforme a Contabilização em IFRS (CVM) ou a Contabilidade Regulatória (ANEEL) baseada na Receita Anual Permitida ("RAP", para companhias de transmissão). A opção por uma metodologia contábil ou outra pode implicar variações relevantes no retorno mínimo esperado.
59. Por outro lado, a RAP e contratos de fornecimento de energia (geradoras) são anualmente ajustados pelo índice de inflação de 12 meses pelo IPCA ou IGP-M, conforme acordado em cada contrato de concessão. Nesse sentido, o uso da NTN-B como referência de retorno mínimo esperado parece coerente.
60. Ainda sobre o retorno mínimo, não está clara a métrica a ser utilizada (TIR, CAGR, etc). Ademais, deve-se considerar que pequenas variações nos fatores de risco usados do cálculo da taxa de desconto (WACC) - variável chave do método DCF - tem condão de afetar significativamente o valor da firma e o retorno esperado do investimento.
61. Como se comprova, existem lacunas na definição de critérios de elegibilidade objetivos para veículos de investimentos que mensuram seus ativos-alvo a valor justo (ainda que projetos *brownfield*), o que cria riscos a que investimentos eventualmente não adequados acabem atendendo aos critérios estipulados quando, na verdade, não deveriam. Lacunas estas, verdade, intrínsecas ao próprio método DCF.

62. Não obstante, considerando os poderes atribuídos ao Comitê Consultivo, bem como sua qualificação profissional e independência, nos parece coerente imaginar que este, ao exercer sua função de fiscalizar ativos potencialmente conflitados, poderia (deveria) suprir tais lacunas, o que parece fundamentar a decisão no sentido da escolha de membros independentes, ou seja, não necessariamente ligados aos cotistas, e sob uma premissa de profissionalidade na atuação, já que serão remunerados pelo fundo.
63. Contudo, é preciso garantir mecanismos de incentivo adequados para que o Comitê Consultivo tenha o conforto necessário de não aprovar uma aquisição que já tenha atendido aos critérios de elegibilidade (baseado no método DCF), quando entender que há motivos razoáveis para tal.
64. Tais mecanismos se tornam ainda mais relevantes no contexto em que as deliberações do Comitê Consultivo serão tomadas por maioria (artigo 49, parágrafo 1º, do Regulamento do Fundo).
65. Nesse sentido, a despeito de estar previsto no Regulamento do Fundo os critérios de qualificação profissional dos membros do Comitê Consultivo, entendemos necessário haver uma imputação mais clara das responsabilidades do Comitê Consultivo, bem como a definição de mecanismos de incentivo a sua atuação enquanto representante dos cotistas.
66. Adicionalmente, nos chamou a atenção a informação constante no artigo 50 do Regulamento, segundo o qual "*Os membros do Comitê Consultivo deverão informar ao Administrador, e este deverá informar aos Cotistas, qualquer situação que os coloque, potencial ou efetivamente, em situação de conflito de interesses com o Fundo*", e em especial, a de que "*a atuação como diretor, membro do conselho de administração, do conselho fiscal ou de quaisquer órgãos com funções técnicas ou consultivas, criados por disposição estatutária, nas Companhias Investidas não importará qualquer restrição ou conflito com a atuação como membro do Comitê Consultivo*".
67. Sobre este aspecto, considerando que em FIP-IE qualificado como entidade de investimento o gestor tem influência na definição da política estratégica e na gestão da sociedade investida (artigo 4º, inciso I da ICVM 579), nos parece que a atuação concomitante como membro do Comitê Consultivo e nos órgãos de administração da investida no permite afastar ex-ante a possibilidade de conflito, como previsto no regulamento, pois pode sim haver situações em que resista um conflito que deva ser administrado de forma adequada pelo fundo.
68. Portanto, em nossa opinião, tal artigo deveria ser revisado de maneira a garantir a adequada independência dos membros do Comitê Consultivo.
69. Por fim, vale comentar que, em nosso entendimento, considerando a função fiscalizadora e deliberativa do Comitê Consultivo, e não como de aconselhamento e subsídios ao processo de gestão do fundo, entendemos que o artigo 38 da ICVM 578 ("podem ser constituídos, por iniciativa dos cotistas, do administrador ou do gestor, conselhos consultivos, comitês técnicos ou de investimentos, os quais não podem ser remunerados às expensas do fundo") não se aplica ao caso concreto.

IV- Conclusões

70. Conforme exposto acima, concordamos que a indústria de investimentos em *private equity* ainda é pouco desenvolvida no mercado interno, com escassez de oferta de projetos em estágios mais maduros, o que, de fato, incentiva e

justifica o uso do mecanismo de fundos paralelos.

71. Nesse contexto, visualizamos espaço para que a dinâmica relatada na Consulta se estabeleça de forma mais permanente, de maneira que a estruturação de Múltiplos FIP envolvendo aquisições de ativos potencialmente conflitados precisa ser reconhecida e devidamente tratada por esta Autarquia, possibilitando, ao mesmo tempo, o bom funcionamento do mercado de capitais e o desenvolvimento da indústria.
72. Reconhecemos, ainda, o paralelo traçado entre os FIIs e os FIPs-IE listados no período recente, quanto à elevada dispersão de cotistas pessoa física (dinâmica que se inicia nos FIPs-IE), o que dificulta a formação de quórum qualificado para deliberação em assembleia de cotistas.
73. Como endereçado no caso dos FIIs, esta área técnica entende que não necessariamente uma assembleia deve ser realizada para cada aquisição individualizada de determinado ativo que a gestora pretenda adquirir. Mas, de outro lado, permanece o dever de garantir que os cotistas sejam informados com a maior especificidade possível sobre todos os riscos envolvidos, de forma a que a sua deliberação possa ser tomada sobre o afastamento ou não desse potencial conflito, ainda que para uma categoria de operações um pouco mais ampla, mas ainda todas baseadas na mesma natureza e fonte de conflito de interesse, como visto aqui.
74. Além disso, dada a alta dispersão de cotistas esperada para esse fundo, a criação de um Comitê Consultivo, com as características propostas pelos Consultentes, parece fornecer, na análise da SIN, o conforto necessário à deliberação de potencial conflito de interesses em assembleia única, considerando a (i) qualificação profissional e independente de seus membros; (ii) o poder de indicar avaliador independente; (iii) serem os membros remunerados pelo Fundo; (iv) o poder de fiscalizar as aquisições e representar os investidores; e (v) a eleição, definição de poderes e critérios de elegibilidade sujeitos à aprovação em assembleia de cotistas.
75. Ademais, considerando a função fiscalizadora e deliberativa do Comitê Consultivo e não meramente aconselhadora, entendemos que o artigo 38 da ICVM 578 não se aplica ao caso concreto.
76. A despeito dos aspectos favoráveis mencionados acima, levantamos alguns pontos sensíveis que merecem atenção e aprimoramento por parte do Administrador e Gestor do Fundo:
 - a. O método DCF se encaixa na abordagem de receita e, normalmente, é classificado no nível 3 da hierarquia de valor justo, considerando que faz uso relevante de dados não observáveis no mercado (Pronunciamento Técnico CPC 46). Entendemos que os documentos da Oferta e o Regulamento do Fundo devem dar transparência à subjetividade inerente ao método, em especial como um fator de risco nos documentos do fundo, e ainda mais ao tratar dos critérios de elegibilidade;
 - b. O modelo de avaliação de fluxo de caixa descontado será definido pelo Gestor e não pelo avaliador independente, sem uma razão aparente para que se imponha tamanha limitação ao exercício livre da formação de convicção do avaliador sobre o método a ser utilizado. A fim de preservar a independência da análise, entendemos que a definição desse método deve estar a cargo do avaliador independente que será indicado pelo Comitê Consultivo, de forma que os documentos da Oferta

e o Regulamento do Fundo devem ser alterados neste sentido;

- c. Especificamente sobre os critérios de elegibilidade, não se verifica a informação a respeito de qual vencimento da NTN-B deveria ser considerado como referência para retorno mínimo esperado. Entendemos que tal informação deve ser aprimorada nos documentos da Oferta e rol de critérios de elegibilidade;
 - d. Não está claro se as projeções de receitas futuras serão estimadas conforme a Contabilização em IFRS (CVM) ou a Contabilidade Regulatória (ANEEL) baseada na Receita Anual Permitida (companhias de transmissão). A opção por uma metodologia contábil ou outra pode implicar variações relevantes no retorno mínimo esperado. Entendemos que estas informações devem ser incluídas nos documentos da Oferta e rol de critérios de elegibilidade;
 - e. Não fica evidente a métrica a ser utilizada (TIR, CAGR, etc) para a apuração do retorno mínimo esperado. Entendemos que estas informações devem ser incluídas nos documentos da Oferta e rol de critérios de elegibilidade;
 - f. Não se verifica na minuta de Regulamento do Fundo a definição de mecanismos de incentivo para que o Comitê Consultivo tenha o conforto necessário para não aprovar uma aquisição conflitada - quando entender que há razões para isso - ainda que esta tenha atendido aos critérios de elegibilidade (subjatividade inerente ao método DCF). Tais mecanismos se tornam ainda mais relevantes no contexto em que as deliberações do Comitê Consultivo serão tomadas por maioria (artigo 49, parágrafo 1º, do Regulamento do Fundo). Nesse sentido, a despeito de estar previsto no Regulamento do Fundo os critérios de qualificação profissional dos membros do Comitê Consultivo, entendemos necessário haver uma imputação mais clara das responsabilidades do referido Comitê, bem como a definição de mecanismos de incentivo a sua atuação enquanto representante fiduciário dos cotistas; e
 - g. Considerando que em FIP-IE qualificado como entidade de investimento o gestor tem influência na definição da política estratégica e na gestão da sociedade investida, nos parece que a atuação de membro do Comitê Consultivo nos órgãos de administração da investida (conforme disposto no artigo 50 do Regulamento) não pode ser considerado de antemão como situação isenta de conflito. Em nossa opinião, o Regulamento do Fundo deve ser alterado de forma a se adequar a este entendimento.
77. Por fim, salientamos que o presente posicionamento da área técnica, acerca da estrutura proposta pelos Consulentes, parte da premissa de que o FIP contar com "*expressiva dispersão*" de cotistas, em especial entre investidores pessoa física, de forma que o fundo sera objeto de supervisão a posterior para que seja testada e confirmada a legitimidade necessária à dispensa de aprovação específica em assembleia para a realização de novas aquisições e/ou alienações em situação de conflito de interesses entre o fundo e o gestor.
78. Diante de todo o exposto, desde que haja o comprometimento do Administrador e Gestor em sanar os pontos mencionados no parágrafo 76 acima, não temos óbice a que o Fundo aprove mecanismos de análise prévia de potencial conflito de interesses, mediante a adoção de critérios definidos

em assembleia geral de cotistas. No mesmo sentido, não temos óbice a que os membros do Comitê Consultivo (conforme aprovados em assembleia) sejam remunerados pelo Fundo.

Atenciosamente,



Documento assinado eletronicamente por **Daniel Walter Maeda Bernardo, Superintendente**, em 09/09/2020, às 12:17, com fundamento no art. 6º, § 1º, do Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015.



A autenticidade do documento pode ser conferida no site https://sei.cvm.gov.br/conferir_autenticidade, informando o código verificador **1090057** e o código CRC **5C75C451**.

*This document's authenticity can be verified by accessing https://sei.cvm.gov.br/conferir_autenticidade, and typing the "Código Verificador" **1090057** and the "Código CRC" **5C75C451**.*

Referência: Processo nº 19957.005558/2020-62

Documento SEI nº 1090057