COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS
Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

Ofício Interno nº 73/2021/CVM/SIN/GIFI

Rio de Janeiro, 22 de setembro de 2021.

De: SIN/GIFI

Para: SGE

Assunto: Pedido de dispensa de regras da Instrução CVM 555 - Equitas Secular FIA - BTG Pactual Serviços Financeiros S.A. DTVM - Processo 19957.006060/2021-06.

Senhor Superintendente Geral,

1. O presente caso trata de expediente com pedido de dispensa ("Expediente 1" - Doc. 1314586) de regras constantes da Instrução CVM nº 555 ("Instrução CVM 555") formulado por BTG Pactual Serviços Financeiros S.A. DTVM ("Requerente"), na condição de administradora do Equitas Secular FIA, CNPJ nº 41.714.263/0001-40 (“Equitas FIA”).

2. Mais especificamente, a Requerente solicita que o Equitas FIA seja dispensado de observar: (i) o limite de concentração por emissor de que trata o inciso III do art. 102 da Instrução CVM nº 555; e (ii) a vedação de aplicação de FIA em cotas de FIP, conforme consta do art. 103, inciso I e § 4º, da Instrução CVM nº 555. Dispõem os referidos dispositivos:

> *Art. 102. O fundo observará os seguintes limites de concentração por emissor, sem prejuízo das normas aplicáveis à sua classe (art. 108):*
>
> *...*
>
> *III – até 10% (dez por cento) do patrimônio líquido do fundo quando o emissor for fundo de investimento;*
>
> *Art. 103. Cumulativamente aos limites por emissor, o fundo deve observar os seguintes limites de concentração por modalidades de ativo financeiro, sem prejuízo das normas aplicáveis à sua classe (art. 108).*
>
> *I – até 20% (vinte por cento) do patrimônio líquido do fundo, para o conjunto dos seguintes ativos:*

a) cotas de fundos de investimento registrados com base nesta Instrução;

b) cotas de fundos de investimento em cotas de fundos de investimento registrados com base nesta Instrução;

c) cotas de fundos de investimento destinados exclusivamente a investidores qualificados registrados com base nesta Instrução;

d) cotas de fundos de investimento em cotas de fundos de investimento destinados exclusivamente a investidores qualificados registrados com base nesta Instrução;

e) cotas de Fundos de Investimento Imobiliário – FII;

f) cotas de Fundos de Investimento em Direitos Creditórios – FIDC;

g) cotas de Fundos de Investimento em Fundos de Investimento em Direitos Creditórios – FICFIDC;

h) cotas de fundos de índice admitidos à negociação em mercado organizado;

i) Certificados de Recebíveis Imobiliários – CRI; e

j) outros ativos financeiros não previstos nos incisos II e III deste artigo

II – dentro do limite de que trata o inciso I, até 5% (cinco por cento) do patrimônio líquido do fundo, para o conjunto dos seguintes ativos:

a) cotas de Fundos de Investimento em Direitos Creditórios Não-Padronizados – FIDC-NP;

b) cotas de Fundos de Investimento em Fundos de Investimento em Direitos Creditórios NãoPadronizados – FIC-FIDC-NP;

c) cotas de fundos de investimento destinados exclusivamente a investidores profissionais registrados com base nesta Instrução; e

d) cotas de fundos de investimento em cotas de fundos de investimento destinados exclusivamente a investidores profissionais registrados com base nesta Instrução.

...

§ 4º Ressalvado o fundo enquadrado no art. 119, é vedado ao fundo a aplicação em cotas de fundos que não estejam previstos nos incisos I e II.

3. Seu objetivo com a referida dispensa é possibilitar que o Equitas FIA venha a aplicar até 33% de seu PL em um único Fundo de Investimento em Participação - FIP.

4. Como se sabe, a aplicação de um FIA observa o que preceitua o art. 115 da Instrução CVM 555, destacado abaixo:

Art. 115. Os fundos classificados como "Ações" devem ter como principal fator de risco a variação de preços de ações admitidas à negociação no mercado organizado.

§ 1º Nos fundos de que trata o caput:

I – 67% (sessenta e sete por cento), no mínimo, de seu patrimônio líquido devem ser compostos pelos seguintes ativos financeiros:

a) ações admitidas à negociação em mercado organizado;

b) bônus ou recibos de subscrição e certificados de depósito de ações admitidas à negociação nas entidades referidas na alínea "a";

c) cotas de fundos de ações e cotas dos fundos de índice de ações negociadas nas entidades referidas na alínea "a"; e

d) certificados de depósito de ações - BDR, classificados como nível II e III.

II – os recursos excedentes da carteira podem ser aplicados em quaisquer outras modalidades de ativos financeiros, observados os limites de concentração previstos no art. 103.

5. O Equitas FIA, por sua vez, observaria normalmente o que preceitua o inciso I do § 1º do art. 115 da Instrução CVM 555, tendo no mínimo 67% de seu PL aplicado nos ativos listados naquele dispositivo, conforme refletido no art. 6º de seu regulamento. A Requerente denominou tais ativos como "Ativos Ordinários FIA".

6. Assim, o pedido se concentra na destinação dos recursos excedentes da carteira do Equitas FIA, de modo que, reiteramos, o fundo em tela possa aplicar até 33% do seu patrimônio líquido em cotas de um único FIP, o que extrapolaria o limite de aplicação em um mesmo fundo previsto no art. 102 (que trata de limites por emissor), inciso III; quanto a vedação a essa modalidade de ativo financeiro prevista no art. 103, § 4º, ambos da Instrução CVM 555.

7. Ademais, por meio de outro expediente ("Expediente 2" - Doc. 1346946), a Requerente solicitou ainda a possibilidade de o Equitas FIA adquirir cotas de sua própria emissão, em analogia à regra prevista para os Fundos de Ações - Mercado de Acesso ("FIA-MA"), de condomínio fechado, nos termos do art. 115, § 8º, da Instrução CVM 555, mas que não encontra previsão semelhante para os FIA.

II- CARACTERÍSTICAS DO FUNDO

8. O Equitas FIA foi registrado na CVM em 16/6/2021 e se encontra em fase pré-operacional, é administrado pela Requerente e tem sua carteira gerida pela Equitas Administração de Fundos de Investimentos Ltda. ("Gestora").

9. Em 6/6/2021, a Requerente protocolou pedido de registro de oferta pública de distribuição de cotas de emissão do Equitas FIA, o qual deu origem ao Proc. 19957.004987/2021-01, na SRE/GER-2. Entretanto o referido processo foi arquivado na SRE/GER-2, por conta de desistência da própria Requerente. Assim, até a presente data o fundo não fez qualquer captação.

10. O Equitas FIA é um fundo fechado, com prazo de duração indeterminado e será destinado exclusivamente a investidores qualificados, conforme definição dada pela Resolução CVM nº 30/21.

11. Suas cotas deverão ser admitidas à negociação em mercado organizado administrado pela B3. Adicionalmente, eventuais rendimentos que venham a ser recebidos pelo fundo, decorrentes de alienação de ativos ou dividendos, serão integralmente reinvestidos pela Gestora. O fundo só distribuirá recursos a seus cotistas quando for liquidado.

12. Sua política de investimentos será baseada numa administração ativa na alocação de seus recursos, a partir de investimentos realizados predominantemente no mercado de ações do Brasil, embora o regulamento do Equitas FIA preveja a possibilidade de investimento de até 40% de sua carteira em ativos no exterior, em linha com o que permite o art. 98 da Instrução CVM 555.

III- ALEGAÇÕES DA REQUERENTE

13. Visando ao sucesso de seu pleito para que o Equitas FIA possa aplicar até 33% de seu PL em um único FIP, a Requerente alega, pelo Expediente 1 (Doc. 1314586), que, de um lado, o "mercado de capitais brasileiro vem se popularizando de forma significativa nos últimos anos, com um crescimento exponencial na quantidade de investidores, e um interesse cada vez maior por novas oportunidades de investimento em renda variável", enquanto, de outro lado, "o desenvolvimento e a transformação no ambiente de negócios através de novas tecnologias e ferramentas digitais vem gerando uma demanda crescente por

capital por parte de empresas de capital fechado, com alto potencial de crescimento em fase anterior à listagem em bolsa de valores", acrescentando que, "em princípio, apenas os FIP podem investir em companhias fechadas."

14. Assim, o Equitas FIA ofereceria "a investidores qualificados a possibilidade de investir em um único fundo que busque otimizar a alocação em companhias fechadas, como já ocorre nos FIP, mas com a possibilidade de mitigar o risco de liquidez desta modalidade de investimento, mediante o investimento concomitante em ações de companhias abertas", por meio de "um produto híbrido — ou *crossover* — cuja carteira será preponderantemente constituída por ações de companhias abertas, que são líquidas, mas que poderá alocar uma parcela do seu patrimônio em companhias fechadas, por meio de um ou mais FIP".

15. A Requerente reconhece a existência da "possibilidade de investimento em companhias fechadas" FIA-MA, mas argumenta que esse o produto não atenderia ao seu interesse, por ora, uma vez que "a parcela preponderante da carteira destes fundos fica limitada a um número bastante limitado de companhias neste segmento".

16. Entende que tal estrutura de funcionamento pretendida para o Equitas FIA é benéfica para o mercado, na medida que permite "combinar estratégias de investimentos em companhias abertas, que são emissoras de ativos líquidos, com investimentos em ações de companhias fechadas, cuja iliquidez é compensada por preços menores e melhores perspectivas de crescimento", seja:

> (i) para que "os investidores tenham acesso a investimentos tipicamente realizados pelos FIP, que têm perspectiva de retorno mais elevada, mas pouca liquidez, sem expô-los ao mesmo grau de risco de um investimento realizado exclusivamente em FIP";
>
> (ii) pelas "empresas com períodos de investimento e valor de mercado cada vez maiores [que] buscam investidores de longo prazo, o que estimula os agentes econômicos a buscar alternativas que permitam alocar recursos em novos produtos, capazes de financiar as atividades de tais empresas"; ou
>
> (iii) pela "ampliação do rol dos veículos de investimento capazes de investir em empresas fechadas, pela admissão de fundos híbridos", que implicaria "no aumento da concorrência — e, consequentemente, da eficiência — do setor de *private equity*".

17. Nesse sentido, acrescenta que "a experiência internacional evidencia a importância e utilidade de veículos de investimentos que possam mesclar estratégias de *public equity* e *private equity*, permitindo maior flexibilidade na gestão dos recursos, com benefícios notórios aos investidores e ao mercado de capitais".

18. No tocante ao que entende serem mecanismos de proteção para a estrutura do Equitas FIA, nos termos do presente pleito, a Requerente lista 4 riscos mais importantes, a saber, o risco de liquidez, o risco de transferência indevida de riqueza, o risco de precificação de ativos de baixa liquidez (do FIP), e o risco de assimetria no acesso de investidores (já que FIA são elegíveis ao varejo, e os FIP, não). Para o risco de liquidez, alega:

> *Um dos principais riscos relacionados a fundos que podem investir, direta ou indiretamente, em companhias fechadas é relacionado à liquidez dos seus ativos. Isso porque, possuindo em sua carteira ativos de baixa liquidez, esses fundos podem não conseguir alienar ativos em tempo*

suficiente para honrar eventuais pedidos de resgate.

No caso do Equitas Secular, este risco é mitigado, pois a parcela do patrimônio do Fundo alocada em um ou mais FIP estará limitada a até 33% da carteira. De todo modo, o Fundo está organizado sob a forma de condomínio fechado, razão pela qual não será admitido o resgate de suas cotas, de modo que a baixa liquidez de seus ativos não representará risco aos seus cotistas.

19. Quanto ao risco de transferência indevida de riqueza, materializado em resgates ou aplicações no fundo, a consulta relembra que, por se tratar de fundo fechado, "as entradas e saídas dos investidores se darão pela negociação das cotas em mercado organizado e seu preço será definido pelos próprios investidores, de posse das informações disponibilizadas pela Administradora". Assim, apesar de reconhecer que a possibilidade não é de toda eliminada, frisa que essa é possibilidade já presente hoje nos FIP e FII, "cuja listagem em mercado organizado já é aceita pela CVM e amplamente praticada no Brasil, assim como em quaisquer operações em bolsa, ou mercado de balcão organizado", estabelecendo, para tanto, "rigorosas normas relacionadas à divulgação de informações referentes aos ativos admitidos a negociação e seus emissores". Assim, defende que o fundo "manterá um sistema de acompanhamento dos negócios das companhias investidas dos FIP investidos, de modo a dar publicidade, via fato relevante do Fundo, àqueles eventos que possam influir de modo ponderável no valor das suas cotas ou na decisão dos investidores de adquirir, alienar ou manter tais cotas", e confia que esse monitoramento, assim, mitigaria esse risco.

20. Para o risco associado à precificação, a consulta também reconhece as "dificuldades no cálculo do valor do patrimônio líquido do Fundo, por concentrar em uma mesma carteira ativos líquidos, que devem ser precificados a mercado, e ativos ilíquidos, para cujo valor pode não haver referência objetiva". De fato, para o FIP, os ativos serão "objeto de avaliação ao menos semestral" por meio de laudos. Nesse contexto, a Requerente acredita que avaliações mais frequentes dos ativos menos líquidos (pois a Instrução CVM n 578 exige avaliações anuais) garantirão informações transparentes e atualizadas o bastante aos investidores.

21. Alega, além disso, que "o monitoramento do valor justo das companhias fechadas indiretamente investidas pelo Fundo será realizado pela Administradora, com base em laudo de avaliação de empresa independente, tendo em vista que os FIP investidos serão necessariamente administrados pelo BTG e geridos pela Equitas", o que considera suficiente "para mitigar o risco de distorções significativas entre o valor da cota no mercado secundário e o real valor do patrimônio do Fundo".

22. Por fim, quanto ao público alvo, informa que, como a carteira do Equitas FIA contará com participação relevante de cotas de FIP, "hoje destinados apenas a investidores qualificados, o Fundo também terá como público-alvo investidores qualificados".

23. Ademais, a Requerente observa que as normas em vigor já admitem a possibilidade de investimentos de FIA em FIP em algumas hipóteses, "ainda que de forma indireta", ou seja, que "a dispensa ora pretendida não teria como consequência a admissão de uma estrutura absolutamente vedada pela regulamentação", mas que, "por meio da estrutura pretendida, eliminam-se custos e aumenta-se a transparência em relação à estratégia de investimento adotada pelos fundos".

24. Isso porque a regra do art. 103, II, d, c/c art. 126,[1] ambos da Instrução CVM

555, permite que um fundo regido por essa Instrução e destinado a investidores qualificados invista até 10% do seu patrimônio em Fundos para Profissionais, que, por sua vez, podem investir até a totalidade de suas cotas em FIP. Assim, o pedido poderia ser interpretado como de uma ampliação do limite já existente de investimento indireto em 10% em cotas de FIP para o percentual de 33%

25. Outra possibilidade de investimento indireto de FIA em FIP admitida pela regulamentação decorre do art. 103, I, d,[2] c/c art. 126 e art. 102, III,[3] todos da Instrução CVM 555. Nessa hipótese, um FIA pode investir até 40% do seu patrimônio em FIC-FIM para Qualificados e até 10% de seu patrimônio em um único FIC-FIM para Qualificados, que, por sua vez, podem investir sem limites em cotas de FIP. Dessa forma, por meio de um ou mais FIC-FIM para Qualificados, um FIA destinado a investidores qualificados já poderia, atualmente, ter uma parte relevante de sua carteira investida indiretamente em cotas de FIP.

26. Uma terceira leitura da regulamentação vigente feita pelo requerente tem relação com os FIA-MA previstos no art. 115, § 5º,[4] da Instrução CVM 555. De acordo com esse dispositivo, tais FIA que forem constituídos sob a forma de condomínio fechado podem investir até 1/3 (um terço) do seu patrimônio em companhias fechadas, mesmo sem a interposição de um FIP, desde que listadas no segmento especial correspondente da B3.

27. A justificativa para a autorização, declarada à época da edição da Instrução CVM nº 549/13,[5] foi “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”, e ainda, que "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 importante papel de pavimentar o caminho dessas companhias ao mercado de ações, além de servir como fonte de financiamento”, o que seria, na visão do consulente, o pretendido com o presente pedido de dispensa, com a vantagem adicional de que os investimentos em companhias fechadas serão feitos por meio de FIP, que já possuiriam "uma regulamentação consolidada de proteção ao investidor".

28. Já quanto à possibilidade de o Equitas FIA adquirir cotas de sua própria emissão, a exemplo do que a regra permite para os FIA-MA fechados, nos termos do art. 115, § 8º, da Instrução CVM 555, a Requerente alega (Expediente 2 - Doc. 1346946) que, conforme ressaltado no Edital de Audiência Pública SDM nº 13/2013, que resultou na inclusão desse tipo de fundo na norma, essa inovação foi trazida como "um mecanismo para a redução do descasamento entre o valor justo e o valor praticado no mercado secundário, na negociação das cotas de fundos de investimentos fechados cuja carteira possua alocação ainda que parcial em ativos ilíquidos", estimulando "as negociações no mercado secundário porque provê liquidez, permite que o administrador ou o gestor sinalize aos cotistas demais sua expectativa de entrega de resultados”.

29. Nesse contexto, defende que a autorização para que o Equitas FIA realize operações de recompra possibilitará contribuir para a liquidez na negociação das cotas de sua emissão e com adequada precificação, e, por outro, a sinalização ao mercado de eventuais expectativas de resultados do Fundo. Além disso, alertam que estabeleceram em regulamento os mesmos requisitos para o exercício da recompra que tais FIA-MA possuem.

IV- NOSSAS CONSIDERAÇÕES

30. Preliminarmente, esclarecemos que não fizemos uma análise exaustiva do

regulamento do Equitas FIA, uma vez que não há oferta de cotas de sua emissão em curso, de modo que é possível que está área técnica venha a fazer exigências futuras, a fim de que o referido documento sofra alterações que visem à sua perfeita aderência às normas em vigor, sobre outros temas que não os tratados por ora no pedido formulado e, por consequência, neste Ofício Interno.

31. Ademais, não nos parece pertinente analisar o mérito das considerações mais gerais feitas pela Requerente quanto à popularização do mercado com um crescimento exponencial na quantidade de investidores interessados em novas oportunidades, somada ao que considera haver necessidade crescente por capital por parte de empresas de capital fechado, com alto potencial de crescimento em fase anterior à listagem em bolsa de valores.

32. Tampouco entraremos no mérito da alegação de que atualmente já há possibilidade de um FIA destinado exclusivamente a investidores qualificados, como é no presente caso, investir indiretamente até 10% de seu PL em cotas de FIP, de forma indireta, via investimento em fundos para investidores profissionais ou via FIC-FIM, conforme mencionado pelo Requerente. De toda forma, vale lembrar que os limites de exposição de fundos a fatores de risco indiretamente por meio de outros fundos investidos está sujeita a um exercício de consolidação, salvo quando os investidos forem "geridos por terceiros não ligados ao administrador ou ao gestor do fundo investidor", conforme prevê o artigo 122 e respectivo § 1º, I, da Instrução CVM nº 555.

IV.(1) - <u>Quanto ao pleito para que o Equitas FIA aplique até 33% de seu PL em cotas de um único FIP</u>:

33. De fato, como já visto, há vedação para que um FIA aplique qualquer valor de seu PL em cotas de FIP, conforme previsto no § 4º do art. 103 da Instrução CVM 555, uma vez que cotas de FIP não estão previstas entre os ativos constantes dos incisos I e II do referido dispositivo.

34. Para o presente caso, além da impossibilidade de um FIA aplicar recursos em cotas de FIP, há que se considerar ainda o limite de 10% por emissor estabelecido no inciso III do art. 102 da Instrução CVM 555, já transcrito acima.

35. Contudo, para o caso concreto, destacamos duas características básicas do Equitas FIA, quais sejam: (a) o fato de ser um fundo destinado exclusivamente a investidores qualificados; e (b) o fato de ser um fundo fechado, ambas caraterísticas comuns aos FIP.

36. Ou seja, caso o pleito seja aprovado pelo Colegiado da CVM, o Equitas FIA será destinado estritamente ao mesmo público para o qual os FIP também são destinados, tendo ainda o FIA em tela a mesma forma de condomínio fechado dos FIP.

37. De fato, para um fundo fechado, com cotas negociadas em mercado secundário e com público alvo de investidores qualificados, há que se concordar com o teor da consulta no sentido de que os maiores riscos associados à estrutura (assimetria de acesso por investidores, a liquidez e a precificação dos ativos ilíquidos, assim como suas consequências negativas de transferência indevida de riqueza) parecem devidamente mitigados ou, ao menos, trazidos a patamar equivalente àqueles em que outros tipos de veículos (como os FII e FIP) tratam a matéria.

38. Entretanto, no aspecto informacional, e à luz de parâmetros já vistos em outras jurisdições (como a norte americana), parece conveniente que se exija parâmetro mais frequente de precificação das companhias investidas pelo FIP (a

saber, trimestral), seja porque é um parâmetro que já encontra paralelo também no mercado local para outros emissores, como as próprias companhias abertas em geral, seja porque uma visibilidade de preço apenas semestral ainda parece excessivamente distante daquela presumida para a capacidade de precificação das ações na carteira, que é diária.

39. Nesse sentido, dadas essas características principais, não vislumbraríamos óbice à concessão do pleito em tela, até porque esse público alvo pretendido (investidores qualificados) já está habilitado a investir em um produto mais complexo e menos líquido (100% em um FIP) do que no caso no Equitas FIA (até 33% em um FIP), nos termos da estrutura pretendida pela Requerente.

40. Contudo, vale observar que as ofertas públicas de distribuição de cotas FIA fechado destinadas exclusivamente a investidores qualificados (como é o caso do Equitas FIA) podem ser dispensadas da elaboração de prospecto e da publicação de anúncio de início e de encerramento, nos termos do inciso II do art. 125 da Instrução CVM 555. Assim dispõe o referido dispositivo:

> *Art. 125. O fundo destinado exclusivamente a investidores qualificados, desde que previsto em seu regulamento, pode:*
>
> *...*
>
> *II – dispensar, na distribuição de cotas de fundos fechados, a elaboração de prospecto e a publicação de anúncio de início e de encerramento de distribuição;*

41. Embora a Requerente não tenha mencionado esse fato em seu pleito, não nos parece ser sua intenção usar dessa possibilidade. Isso porque o pedido de registro de oferta pública de distribuição de cotas de emissão do Equitas FIA feito anteriormente contou com todos os documentos previstos para atender às regras da Instrução CVM nº 400, entre os quais o prospecto e os anúncios de início e de encerramento da oferta.

42. De toda forma, parece prudente condicionar a aprovação do pedido a que o Requerente não use da faculdade prevista no inciso II do art. 125 da Instrução CVM 555, destacada acima, de modo que a excepcionalidade da estrutura do Equitas FIA esteja devidamente destacada e conhecida dos investidores em todos os documentos que dão publicidade da oferta, bem como no termo de adesão, por não vislumbrarmos prejuízo ao interesse público, ao mercado e aos potenciais investidores.

43. Entendemos ainda que esse conceito segue em linha com a decisão do Colegiado da CVM, datada de 20/03/2012, no âmbito do Processo CVM RJ-2011-12448, que, nos termos do voto da então Presidente Maria Helena dos Santos Fernandes de Santana, concedeu a dispensa de determinados requisitos da Instrução CVM nº 356/01 para o Bertolucci FIDC-NP, considerando que, dentre outras características, e com base no artigo 9º da Instrução CVM nº 444/06: (i) não havia afronta ao interesse público; e (ii) o investidor tinha conhecimento e aceitava as condições, encontrando-se, portanto, informado e protegido, segundo requisito esse que, aqui e nos parece, se melhor garante por meio de uma oferta registrada ao amparo da Instrução CVM 400 e com a defendida precificação trimestral da carteira do FIP investido.

IV.(2) - <u>Quanto ao pleito para que o Equitas FIA venha a recomprar as cotas de sua própria emissão no mercado</u>:

44. Quanto a esse ponto, vale destacar que não há na Instrução CVM 555 uma vedação positivada para que os fundos fechados regulamentados pela referida

Instrução adquiram cotas de sua própria emissão. Essa situação poderia suscitar o questionamento quanto à efetiva necessidade do pleito em tela.

45. Contudo, da manifestação da CVM constante do item 4.6 do Relatório de Análise da Audiência Pública SDM nº 04/2014, que deu origem à Instrução CVM 555, verifica-se que tal vedação é a correta interpretação da regra.

46. Senão, vejamos a redação do relatório supramencionado:

> *4.6 Transferência de cotas (arts. 13 e 14)*
>
> *(...)*
>
> *Por fim, o Grupo de Gestores e a ANBIMA sugeriram a inclusão de parágrafos permitindo a recompra de cotas pelos fundos fechados em linha com a possibilidade introduzida pela Instrução CVM nº 549 para os Fundos de Ações – Mercado de Acesso.*
>
> *(...)*
>
> *A sugestão dada pelo Grupo de Gestores de que se estendesse a todos os fundos fechados a prerrogativa de recomprar suas cotas foi rejeitada. A sugestão já havia sido apresentada por outro participante do mercado na Audiência Pública SDM nº 13/2013. A CVM entende, no entanto, que os Fundos de Ações – Mercado de Acesso têm características peculiares que tornam a possibilidade de recompra necessária. Assim, decidiu-se não acatar a sugestão no momento, não se descartando, no entanto, a possibilidade de seu acatamento em revisões futuras da Instrução. (grifos nossos)*

47. Para o melhor acompanhamento da evolução sobre o tema, vale esclarecer que a Instrução CVM nº 549 ("Instrução CVM 549") supramencionada foi uma das alteradoras da revogada Instrução CVM nº 409/04, e introduziu no regramento a possibilidade de os FIA-MA constituídos sob a forma de condomínio fechado comprar cotas de sua própria emissão, no mercado organizado em que tais cotas estejam admitidas à negociação.

48. A Instrução CVM 549 foi revogada posteriormente pela Instrução CVM 555. Esta última, por sua vez, regulamentou a possibilidade de recompra de cotas pelo próprio fundo emissor, especificamente para os FIA-MA fechados, nos termos de seu art. 115, do qual destacamos os §§ 8º e 12:

> *Art. 115...*
>
> *...*
>
> *§ 8º 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 do fundo.*
>
> *§ 12 É vedado ao Fundo de Ações – Mercado de Acesso recomprar suas próprias cotas:*
>
> *I – 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;*
>
> *II – de forma a influenciar o regular funcionamento do mercado; e*

III – com a finalidade exclusiva de obtenção de ganhos financeiros a partir de variações esperadas do preço das cotas.

49. Assim, observando o que se discutiu sobre o tema, por meio do relatório de audiência pública, bem como o que ficou explicitado na Instrução CVM 555, não nos resta dúvida de que a ideia foi prever tal possibilidade de recompra de cotas de emissão do próprio fundo apenas para os FIA-MA fechados, observadas as condições e restrições destacadas acima.

50. Por esse entendimento, justifica-se tratar do tema em tela como um pleito de dispensa da regra, a fim de que a recompra das cotas de sua emissão possa ser operacionalizada pelo Equitas FIA.

51. Para tanto, observamos que, conforme bem destacou a Requerente em suas alegações (parágrafo 28 deste ofício interno), o Edital de Audiência Pública SDM nº 13/2013 (item 2.2), que deu origem à Instrução CVM 549, com a introdução da regra de recompra de cotas da própria emissão pelos FIA-MA fechados, apresentou o seguinte entendimento sobre o tema, por parte da CVM, à época:

> *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 demais sua expectativa de entrega de resultados.*

52. O edital contava ainda com manifestação da CVM de que tal possibilidade serviria de mecanismo para que o gestor pudesse, de novo em suas palavras, "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".

53. Assim, observadas as características do Equitas FIA: (i) o fato de ser um fundo de ações de condomínio fechado; (ii) com suas cotas admitidas a mercado de negociação secundária; (iii) com a possibilidade de investir até 33% de seu PL em cotas de um único FIP, caso o Colegiado da CVM acolha o referido pleito já exposto anteriormente; e (iv) o fato de ser destinado exclusivamente a investidores qualificados, presumivelmente mais capazes de avaliar as estruturas e os riscos a que se submetem em seus investimentos, entendemos que se aplicam ao presente caso as características descritas no Edital de Audiência Pública SDM nº 13/2013 (item 2.2), conforme destacadas acima (parágrafos 51 e 52 deste ofício interno), desde que observadas as condições previstas na Instrução CVM 555 para os FIA-MA fechados, mais especificamente os §§ 8º e 12 do seu art. 115, destacado acima.

54. Nesse sentido, para o caso concreto, vale destacar o que dispõe o art. 25 do regulamento do Equitas FIA, que trata do tema da recompra da cotas de sua emissão, nos seguintes termos:

> *Artigo 25º A exclusivo critério do Gestor, o Fundo poderá comprar suas próprias Cotas, no mercado organizado em que as Cotas estejam admitidas à negociação, desde que ("Recompra"):*
>
> > *(i) o valor de Recompra 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.*
>
> *Parágrafo Primeiro - Para efeito do disposto neste Artigo 25, o Administrador 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.

Parágrafo Segundo - O comunicado a que se refere o Parágrafo Primeiro acima:

(i) será válido por 12 (doze) meses, contados a partir da data de seu arquivamento; e

(ii) deverá conter informações sobre a existência de programa de recompras e quantidade de Cotas efetivamente recompradas nos 3 (três) últimos exercícios.

Parágrafo Terceiro - O limite a que se refere o item (iii) do Artigo 25 deve ter como referência as cotas emitidas pelo Fundo na data do comunicado de que trata o Parágrafo Primeiro acima.

Parágrafo Quarto - É vedado ao Fundo recomprar suas próprias Cotas:

(i) sempre que o Administrador e/ou o Gestor tenham 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;

(ii) de forma a influenciar o regular funcionamento do mercado; e

(iii) com a finalidade exclusiva de obtenção de ganhos financeiros a partir de variações esperadas do preço das Cotas.

55. Como se vê do dispositivo do regulamento destacado acima, as condições da pretendida possibilidade de recompra das cotas da própria emissão por parte do Equitas FIA são idênticas às condições previstas para os FIA-MA fechados, nos termos da Instrução CVM 555.

56. Ademais, conforme esclarecimento prestado pela Requerente sobre esse ponto, com o qual concordamos, a possibilidade de recompra estaria em linha com a intenção mencionada no item 2.2. do Edital de Audiência Pública SDM nº 13/2013 (qual seja, de prover liquidez às cotas, ou corrigir eventuais descasamentos de valores das cotas).

57. Soma-se a essas caraterísticas o limite da atuação de recompra por parte do Equitas FIA, de modo que seu volume "não ultrapasse, em um período de 12 meses, 10% do total das cotas" (art. 25, (iii), do regulamento), bem como a devida e prévia divulgação da intenção de recompra (art. 25, § 1º, do regulamento).

58. Da análise da estrutura pretendida, esta área técnica ainda suscitou outra preocupação, decorrente da possibilidade da recompra da cotas por parte do Equitas FIA combinada com a previsão, no regulamento do FIA, da cobrança de uma taxa de performance a ser revertida ao gestor do fundo.

59. A preocupação diz respeito aos potenciais conflitos de interesse numa possível interferência da Gestora no *valuation* das companhias investidas do FIP. Como se sabe, no âmbito de FIP em geral, é muito comum uma participação ativa da gestora no processo de *valuation*, e inclusive na elaboração do laudo pelo terceiro contratado, dado o conhecimento diferenciado da gestora da companhia investida.

60. É certo que as incertezas na precificação das investidas levam a semelhantes incertezas na justiça da taxa de performance cobrada nos FIP, o que, nesses veículos, costuma ser resolvido pelas denominadas cláusulas de *claw back*, que garantem a devolução aos cotistas de eventuais taxas de performance cobradas em excesso nos casos em que a precificação das investidas não se confirmam quando do desinvestimento. Mas, claro, uma cláusula dessa natureza não encontra viabilidade num fundo de prazo indeterminado de duração como o FIA objeto da consulta, afinal, nessa circunstância, não há um momento de desinvestimento

definido que sirva de teste de valor para a investida.

61. Especificamente no contexto deste fundo, a dificuldade de testar a precificação das companhias investidas do FIP se soma à possibilidade de recompra já discutida, que pode afetar os preços no secundário das cotas do FIA e minimizar ou até inutilizar os efeitos corretivos que os negócios em secundário poderiam ter na formação do preço da cota.

62. Nesse sentido, como o legítimo interesse do gestor é no sentido da valorização da cota, também para maximizar a taxa de performance a que teria direito, questionamos a Requerente sobre como ela e a Gestora lidariam com o risco de materialização de um conflito associado à participação dessa gestora nesse sempre complexo processo de avaliação das investidas do FIP, e como o mitigariam no âmbito do fundo.

63. Em resposta, a Requerente alegou que (Doc. 1350890):

> *Esse risco foi considerado na estruturação do Fundo... Justamente para mitigar esse tipo de conflito, o regulamento do Fundo afasta o gestor do processo de avaliação das companhias investidas por meio dos FIP e prevê que ela será realizado pelo administrador, com base em avaliação realizada por empresa especializada independente.*
>
> *Adicionalmente, a realização de operações de recompra pelo Fundo está sujeita a certas restrições previstas no regulamento, sendo as principais* ***(i)*** *a obrigação de que as cotas recompradas sejam canceladas;* ***(ii)*** *que o volume de recompra não ultrapasse, em um período de 12 meses, 10% do total das cotas emitidas pelo Fundo; e* ***(iii)*** *a necessidade de o valor de recompra ser sempre inferior ao valor patrimonial da cota do dia imediatamente anterior ao da sua realização. Além disso, a intenção de realizar recompra deve ser comunicada ao mercado com, pelo menos, 14 dias de antecedência, conferindo transparência e previsibilidade aos investidores em relação à operação.*
>
> *Cumpre ressaltar, ainda, que, diante da necessidade de cancelamento das cotas, a realização da recompra implicaria a redução do volume de recursos sob gestão e, em última instância, a diminuição da base cálculo da remuneração do gestor, razão pela qual não nos parece que ele teria incentivos em usar de forma excessiva este tipo de operação.*
>
> *Por esses motivos, entendemos que o risco apontado é bastante mitigado no caso do Equitas Secular (o Equitas FIA).*

64. Da resposta da Requerente, entendemos que o risco de materialização desse conflito se encontra mitigado em sua substância, em especial diante do compromisso de que a gestora não interferirá no processo de avaliação das investidas do FIP. De toda forma, dada a ausência de disposição específica nesse sentido no regulamento, propomos como condição à aprovação do pedido, também, que nele passe a constar essa vedação à gestora, inclusive para melhor clareza dessa circunstância aos investidores.

65. Dadas todas essas condições levantadas, e considerando ainda que aqui também não vislumbramos qualquer afronta ao interesse público, não vemos óbice à concessão do presente pleito.

V- CONCLUSÃO:

66. Por todo o acima exposto, e considerando: (i) a especificidade da estrutura pretendida para o Equitas FIA; e (ii) não vislumbrarmos prejuízo ao interesse público, ao mercado ou aos potenciais investidores, propomos que o caso em tela seja submetido ao Colegiado da CVM, com manifestação favorável ao pleito, nos termos e condições expostos neste ofício interno, a que o Equitas FIA:

(a) seja dispensado das limitações impostas pela combinação do art. 102, inciso III, e do art. 103, inciso I e § 4º, ambos da Instrução CVM nº 555, de modo que possa adquirir cotas de um único FIP em montante correspondente a até 33% do seu PL; e

(b) possa adquirir cotas de sua própria emissão, por meio de negociação em mercado organizado, a exemplo da possibilidade dada aos FIA-MA de condomínio fechado, nos termos do art. 115, §§ 8º e 12, da Instrução CVM 555.

67. Isso tudo, em linha com o defendido neste ofício interno, desde que o Equitas FIA preveja: (i) avaliação trimestral (e não semestral, como sugerido) dos investimentos realizados pelo FIP, como forma de reduzir de forma proporcional e ainda necessária o descasamento dos parâmetros de precificação entre os ativos líquidos (ações) e ilíquidos (FIP) da carteira; (ii) preveja de forma explícita no regulamento que a gestora não participará do processo de avaliação das companhias investidas pelo FIP; e (iii) que as ofertas de suas cotas contem necessariamente com apresentação de prospecto, de anúncio de início e de anúncio de encerramento, de modo que sua estrutura esteja devidamente destacada e conhecida dos investidores em todos os documentos que darão publicidade à oferta, bem como no termo de adesão.

---

[1] "Art. 126. Os limites estabelecidos nos incisos I e II do art. 103, §§ 6º e 7º do art. 119 e no art. 131-B são computados em dobro nos fundos de investimento de que trata este Capítulo."

[2] "Art. 103. Cumulativamente aos limites por emissor, o fundo deve observar os seguintes limites de concentração por modalidades de ativo financeiro, sem prejuízo das normas aplicáveis à sua classe (art. 108). I – até 20% (vinte por cento) do patrimônio líquido do fundo, para o conjunto dos seguintes ativos: (...) d) cotas de fundos de investimento em cotas de fundos de investimento destinados exclusivamente a investidores qualificados registrados com base nesta Instrução;"

[3] "Art. 102. O fundo observará os seguintes limites de concentração por emissor, sem prejuízo das normas aplicáveis à sua classe (art. 108): (...) III – até 10% (dez por cento) do patrimônio líquido do fundo quando o emissor for fundo de investimento;"

[4] "Artigo 115. (...) § 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."

[5] Edital de Audiência Pública SDM Nº 13/2013. Disponível em: http://conteudo.cvm.gov.br/ audiencias_publicas/ap_sdm/2013/sdm1313.html

Atenciosamente,

ALEXANDRE PINHEIRO MACHADO
Gerente de Acompanhamento de Fundos - GIFI

DANIEL WALTER MAEDA BERNARDO
Superintendente de Supervisão de Investidores Institucionais - SIN

Documento assinado eletronicamente por **Alexandre Machado**, **Gerente**, em 01/10/2021, às 16:44, com fundamento no art. 6º do Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015.

Documento assinado eletronicamente por **Daniel Walter Maeda Bernardo**, **Superintendente**, em 01/10/2021, às 17:19, com fundamento no art. 6º 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 **1358220** e o código CRC **63AFA0B6**.
*This document's authenticity can be verified by accessing https://sei.cvm.gov.br/conferir_autenticidade, and typing the "Código Verificador" **1358220** and the "Código CRC" **63AFA0B6**.*

Referência: Processo nº 19957.006060/2021-06 Documento SEI nº 1358220