



COMENTÁRIOS ÀS INSTRUÇÕES 578 E 579, DE 30 DE AGOSTO DE 2016

São Paulo, 13 de setembro de 2016.

Em 30 de agosto de 2016, a Comissão de Valores Mobiliários (“CVM”) publicou as Instruções CVM nº 578 (“ICVM 578”) e 579 (“ICVM 579”), que dispõem, respectivamente, sobre o funcionamento e contabilização dos fundos de investimento em participações (“FIP”), revogando uma série de instruções anteriores, inclusive a Instrução CVM n. 391, de 16 de julho de 2003 (“ICVM 391”).

Tais instruções são resultado de um extenso e profundo trabalho de interação entre CVM e participantes do mercado, com a intenção de trazer maior sofisticação, clareza e segurança ao mercado de *private equity e venture capital* nacional (“VC/PE”), equiparando-o às já consolidadas indústrias internacionais destas estratégias. E, sendo essa a intenção, nossa opinião é que a CVM atingiu seu objetivo de forma cirúrgica.

Diferentemente da causa de outras reformas regulatórias ocorridas nestes últimos anos, não havia defasagem na ICVM 391. Na realidade, a norma com a qual a indústria lidou nos últimos 13 anos contava com uma vantagem: suas regras abrangentes e pouco intrusivas davam ao mercado grande liberdade de criação para os FIPs, sem a necessidade de observância de limites estritos e regras típicas das normas de fundos, como aquelas das ICVMs 356, 472 ou 555.

Por outro lado, o que parecia vantagem também se tornava deficiência, pois a liberdade de criação trazia dois grandes problemas: (i) interpretações discrepantes sobre “o que pode” e “o que não pode” do ponto de vista de investimentos e condutas, à depender da percepção de risco do administrador ou gestor e; (ii) os FIPs tornaram-se veículos com uma multiplicidade de funções e objetivos, dificultando o recorte da indústria de VC/PE para a depuração do comportamento dos *players* – seja para fins de fiscalização, comparação ou briga por benefícios.

São Paulo

Av. Paulista, 901 - 17º e 18º andares
CEP 01311-100 - São Paulo/SP
Tel.: 55 (11) 3145.0055
Fax: 55 (11) 3145.0050
Registro OAB/SP nº 2.360

Rio de Janeiro

Rua da Assembléia, 10 - Sala 1601
CEP 20011-901 - Rio de Janeiro/RJ
Tel.: 55 (21) 2509.0055
Fax: 55 (21) 2509.1566
Registro OAB/RJ nº 014.890/2001 - R.5.

Brasília

SRTV Sul, Qd. 701, Cj.D, BL C, nº100 - Sala 234
CEP 70340-000 - Brasília/DF
Tel.: 55 (61) 3323.8848
Fax: 55 (61) 3426.7306
Registro OAB/DF nº 772/01 - R.5.



Além dessa dificuldade de recorte, a ICVM 391 trazia algumas outras desvantagens, dentre as quais destacamos:

- (i) a grande exigência de governança nas companhias investidas, o que dificultava a utilização do FIP em investimentos de volume menor, tais como empresas nascentes em estágio inicial (*startups* e *impact investments*);
- (ii) a ausência de clareza na separação entre os papéis do administrador fiduciário e do gestor de recursos dos FIPs, trazendo aos prestadores de serviço do fundo incerteza na determinação de limites de atuação e, principalmente, de responsabilidades. Tal questão é agravada quando se questiona quem teria deveres de controlador nas companhias investidas, nos termos da Lei nº 6.404/76, questão esta de extrema importância quando considerados os riscos corporativos das companhias investidas (em um país onde a desconsideração da personalidade jurídica não é lá muito bem utilizada);
- (iii) a ausência de uma regra contábil específica para os FIPs, o que novamente dificultava o *peer comparison* e reduzia a transparência dos produtos.

São justamente estes problemas que as ICVMs 578 e 579 tentam ajustar, além de trazer uma série de outras possibilidades e novidades.

São diversas as mudanças trazidas pelas novas normas, das quais discutiremos não-tão-brevemente abaixo. Aqui, trataremos das principais novidades e seus impactos, sem a pretensão de esgotar todas as mudanças, mas na tentativa de chamar a atenção aos grandes pontos que impactam o dia a dia dos players do mercado. Assim, já pedimos desculpas antecipadas pelo longo texto. Mas vale lembrar: será na vivência orgânica da norma em funcionamento que perceberemos eventuais novas necessidades de ajustes e a efetiva aplicabilidade das mudanças ora trazidas. E que esta seja uma fonte de consulta.

ÍNDICE

ICVM 578.....	4
1) Dos Ativos Elegíveis & Política de Investimento.....	4
(i) AFACs.....	4
(ii) Debêntures Simples.....	4
(iii) Títulos e Valores Mobiliários Representativos de Participação em Sociedades Limitadas.....	4
(iv) Ativos no Exterior.....	5
(v) Cotas de FIPs e Fundos de Ações – Mercado de Acesso.....	5
(vi) Efetiva Influência.....	6
(vii) Enquadramentos e Desenquadramentos.....	6
2) Da Classificação dos Fundos.....	7
FIP Capital Semente.....	8
FIP Empresas Emergentes.....	8
FIP IE e FIP PD&I.....	9
FIP Multiestratégia.....	10
3) Inovações.....	10
(i) Classes de Cotas	10
(ii) Capital Autorizado.....	11
(iii) Emissão de Cotas sem Oferta Pública.....	11
(iv) Empréstimos.....	12
(v) Informações Periódicas.....	12
(vi) Demonstrações Financeiras com Valor Justo.....	13
(vii) Assembleia Geral de Cotistas.....	14
(viii) Registro Automático.....	14
(ix) Dispensa de Custódia	14
(x) Comitês.....	15
4) Dos Papéis do Administrador Fiduciário e do Gestor de Recursos.....	15
5) Transição.....	17
ICVM 579.....	18
Entidade de Investimento.....	18
Não Entidades de Investimento.....	19
CONCLUSÃO.....	19

ICVM 578

1) Dos Ativos Elegíveis & Política de Investimento

A ICVM 578 trouxe a possibilidade de investimentos em novos ativos, dentre os quais alguns já eram experimentados com fundamento interpretativo, e que agora encontram amparo legal expresso. Tais novas possibilidades são, obviamente, acompanhadas de requisitos, exigências e eventuais limites, que também podem variar de acordo com as novas classificações dos FIPs. Abaixo, descrevemos algumas das novidades.

(i) AFACs (Art. 5º, § 1º, Incisos I, II, III e IV)

Os FIPs passam a ter permissão expressa para a realização de adiantamentos para futuro aumento de capital (“AFAC”), desde que (a) o fundo já seja acionista da companhia, (b) a possibilidade esteja expressamente permitida em regulamento (incluindo o limite do capital subscrito a ser utilizado para tanto), (c) seja vedada qualquer forma de arrependimento pelo fundo, e (d) seja convertido em aumento de capital da companhia em no máximo 12 meses.

(ii) Debêntures Simples (Art. 5º e Art. 11, § 1º)

A ICVM 578 permite aos FIPs a aquisição de até 33% do capital subscrito do fundo em debêntures simples não conversíveis, sendo tal limite de 100% no caso dos FIPs IE e PD&I.

A aquisição de debêntures simples era uma possibilidade amplamente solicitada pelo mercado, e sua inclusão na norma é resultado de profundo debate entre a CVM e seus regulados, conforme manifestado na audiência pública. Sua confirmação na norma traz aos gestores de VC/PE novas capacidades de financiamento de empresas investidas, podendo exercer sua influência também pelo controle não societário.

Vale notar que os FIPs IE e PD&I não encontram a limitação de 33% para a aquisição de tais ativos por serem orientados a estratégias de investimento em *project finance*, usualmente realizadas via dívida.

(iii) Títulos e Valores Mobiliários Representativos de Participação em Sociedades Limitadas (Art. 5º, § 2º e Art. 15)

O artigo 5º da ICVM 578 traz previsão expressa de investimento em sociedades limitadas, outro antigo pleito dos participantes do mercado, principalmente aqueles voltados a investimentos em estágios iniciais, como *startups*, *venture capital* e *impact investments*.

As sociedades limitadas investidas pelos FIPs devem observar limite de receita bruta anual de R\$ 16 milhões no momento do investimento (que também não deve ter sido ultrapassado nos 3 anos anteriores), e estão dispensadas de cumprir os requisitos de governança do artigo 8º da ICVM 578, mantendo apenas as obrigações de efetiva influência previstas no artigo 6º, mais detalhada no item (vi) abaixo.

A possibilidade conjugada com a dispensa dos requisitos de governança do artigo 8º é de grande valor, tendo em vista que as exigências burocráticas do dia a dia de uma companhia, acrescida de necessidades como demonstrações contábeis auditadas (art. 8º, VI), transformavam o FIP em um veículo de baixo custo-benefício para o ecossistema do *early stage*.

(iv) Ativos no Exterior (Art. 12):

Os FIPs passam a poder investir até 20% do seu capital subscrito em ativos no exterior que tenham a mesma natureza econômica daqueles previstos no artigo 5º, sendo tal limite de até 100% no caso de FIPs Mutiestratégia destinados a investidores profissionais e que contem com o sufixo “Investimento no Exterior” em seu nome.

Ao tratar das possibilidades de investimento no exterior, a Comissão corretamente focou na essência do investimento, e não na sua forma. Assim, são considerados ativos no exterior as companhias que (i) tenham sede no exterior, ou (ii) sede no Brasil e ativos localizados no exterior que superem 50% dos ativos constantes de suas demonstrações contábeis. Vale notar que não serão considerados ativos no exterior os investimentos em companhias que tenham sede no exterior, mas tenham mais de 90% de seus ativos localizados no Brasil.

Os parágrafos 5º, 6º e 7º do artigo 12 da ICVM 578 admitem que os investimentos no exterior sejam feitos através de veículos intermediários, e exige a participação nos processos decisórios da investida, nos moldes dos investimentos nacionais. No entanto, admite a equiparação de práticas de governança àquelas apropriadas à jurisdição do ativo e que o exercício da efetiva influência seja realizado por gestor de eventual veículo intermediário.

(v) Cotas de FIPs e Fundos de Ações – Mercado de Acesso (Art. 13):

A ICVM 578 permite, em seu artigo 12, que os FIPs adquiram cotas de outros FIPs e de Fundos de Ações – Mercado de Acesso (“FIA-M”), sem quaisquer limitações. Tais ativos serão considerados como ativos do artigo 5º para fins de enquadramento ao limite mínimo de 90% previsto no artigo 11 da norma.

Com a permissão expressa, não apenas fica clara a possibilidade da aquisição de cotas de FIPs como também se extingue a necessidade da existência do fundo de

investimento em cotas de fundos de investimento em participações (o “FIC FIP”). Dessa forma, a ICVM 578 suprimiu a existência do FIC FIP, passando o FIP a poder comportar-se como tal se assim dispuser seu regulamento.

Vale mencionar que os investimentos em outros FIPs e em FIA-Ms devem observar a obrigação de consolidação de carteira prevista no parágrafo 1º do artigo 13, obrigação esta dispensada em caso de fundos administrados e geridos por terceiros.

(vi) Efetiva Influência (Art. 5º e 6º)

Em todos os casos, independentemente da sede ou natureza societária da empresa ou do ativo, permanece a exigência de influência na companhia ou sociedade investida, tipicamente necessária em investimentos de VC/PE.

No entanto, a norma também trouxe possibilidades de perda de influência, especificamente nos casos em que (i) a participação do fundo na companhia ou sociedade seja reduzida a menos da metade do percentual investido originalmente (e represente parcela inferior a 15% do capital social), e (ii) em casos de *write off* do investimento na contabilidade do fundo, desde que aprovado em assembleia de cotistas do fundo (incisos I e II do parágrafo único do art. 6º).

Também é dispensado do requisito de influência o investimento em companhias listadas em mercados de acesso que representem até 35% do capital subscrito do fundo (art. 7º).

(vii) Enquadramentos e Desenquadramentos

A ICVM 578 não alterou o percentual mínimo de 90% do patrimônio líquido dos FIPs para efeito de enquadramento.

No entanto, a norma não só aumentou o rol de ativos que podem compor este percentual como também trouxe novos e diferentes limites de enquadramento, inclusive com diferentes referências.

Em primeiro lugar, é importante chamar a atenção aos limites previstos para debêntures simples, investimentos no exterior, investimento em ações de mercados de acesso sem interferência na gestão e de reservas para despesas. Tais limites aplicam-se ao **capital subscrito** do fundo, e não ao patrimônio líquido ou capital comprometido. E, neste ponto, a diferença é crucial.

Conforme manifestado pela própria CVM no item 3.3 do Relatório de Audiência Pública SDM 05/15 (o “Relatório de Audiência Pública”), o pleito para aplicação dos limites ao capital comprometido do fundo não foi atendido por haver maior dificuldade de aferição da base de tal capital, sendo o capital subscrito base mais

sólida para esse tipo de controle. Isto posto, é importantíssimo que os novos fundos contem com sistema de comprometimento de capital conjugado com a subscrição da totalidade das cotas no DO, para que haja similaridade entre capital comprometido e capital subscrito. Por diversas razões, é possível encontrar FIPs nos quais a subscrição de cotas é realizada a cada chamada de capital – e para estes tipos de fundo, os limites sobre capital subscrito podem se tornar um entrave.

Além disso, a ICVM 578 trouxe regras aplicáveis ao faturamento das companhias investidas, melhor descritas na seção de Classificação dos Fundos deste memorando, o que traz a necessidade de um novo controle de enquadramento para o dia a dia dos *players*.

Importante mencionar que a norma traz regras claras de conduta no caso de desenquadramento dos limites de faturamento das sociedades investidas e de alguns dos limites de investimento, como o limite geral de 90%. No entanto, não há tratamento expreso para o desenquadramento dos limites de 33% em debêntures simples e 20% em ativos no exterior – e nestes casos, conforme mencionado no item 3.16 do Relatório de Audiência Pública, nos parece o momento da aplicação subsidiária das regras de desenquadramento passivo da ICVM 555.

2) Da Classificação dos Fundos

Com a vigência da ICVM 578, não há mais FIP que não conte com classificação. Com a nova norma, todo FIP deverá se enquadrar em uma das classes trazidas pelo artigo 14, que consideram a composição da carteira do fundo. Diferentemente do inicialmente proposto na audiência pública, onde a classe do FIP trazia descontos regulatórios para o tipo da companhia investida pela respectiva classe, a ICVM 578 não mais vincula tais descontos à classe do fundo, e sim apenas aos níveis de faturamento da sociedade investida. Ou seja, a opção pela classe do fundo não é necessariamente determinante para a persecução de determinadas estratégias – sendo possível, por exemplo, implementar uma estratégia de Capital Semente em um FIP Multiestratégia. De qualquer forma, as novas classes são:

FIP CAPITAL SEMENTE (Art. 15):

- ✓ Produto direcionado para o investimento em *early stage*, principalmente *startups* e *impact investments*. Com redução expressiva de custos oriundos de exigências de governança, é acessível a investidores qualificados.
- ✓ Neste aspecto, é importante reconhecer a abertura dada pela CVM para a discussão do público alvo deste tipo de fundo. Inicialmente direcionado para investidores profissionais, conforme minuta disposta em audiência pública, o FIP Capital Semente corria o risco de não atender o público que hoje investe neste tipo de ativo (e.g. investidores-anjo). Assim, após extensas discussões com os participantes do mercado, a CVM direcionou o FIP Capital Semente também aos investidores qualificados, ampliando sobremaneira a capacidade de captação dessa indústria.
- ✓ O FIP Capital Semente investe em companhias ou sociedades limitadas cuja receita bruta anual dos 3 anos anteriores ao primeiro aporte seja de até R\$ 16 milhões, e que estão dispensadas de seguir as práticas de governança do artigo 8º da ICVM 578.
- ✓ As investidas dos FIPs Capital Semente não podem ser controladas, direta ou indiretamente, por grupo que apresente ativo total superior a R\$ 80 milhões ou receita bruta anual superior a R\$ 100 milhões.
- ✓ Em casos de extrapolação do limite de receita bruta anual da investida, a sociedade deve, em até 2 anos, atender aos requisitos de governança do artigo 8º da CVM 578 aplicável ao seu novo padrão de faturamento.
- ✓ Caso o FIP Capital Semente não se qualifique como entidade de investimento, suas investidas deverão ter suas demonstrações contábeis auditadas.
- ✓ Investimentos em debêntures simples limitados a 33% do capital subscrito, e investimento em ativos no exterior limitados a 20% do capital subscrito.

FIP EMPRESAS EMERGENTES (Art. 16)

- ✓ Destinado ao segmento de *venture capital*, tem como finalidade substituir os fundos mútuos de investimento em empresas emergentes, primeira modalidade de fundos de investimento para companhias fechadas normatizada pela CVM na década de 90.

- ✓ O FIP Empresas Emergentes investe em companhias ou sociedades limitadas cuja receita bruta anual dos 3 anos anteriores ao primeiro aporte seja de até R\$300 milhões, e que estão dispensadas de seguir as práticas de governança dos incisos I, II e IV do artigo 8º da ICVM 578 (proibição de emissão de partes beneficiárias, estabelecimento de mandato de 2 anos para o conselho de administração e adesão à câmara de arbitragem).
- ✓ As investidas dos FIPs Empresas Emergentes não podem ser controladas, direta ou indiretamente, por grupo que apresente ativo total superior a R\$240 milhões ou receita bruta anual superior a R\$300 milhões.
- ✓ Em casos de extrapolação do limite de receita bruta anual da investida, a sociedade deve, em até 2 anos, atender aos requisitos de governança do artigo 8º da CVM 578 aplicável ao seu novo padrão de faturamento.
- ✓ Investimentos em debêntures simples limitados a 33% do capital subscrito, e investimento em ativos no exterior limitados a 20% do capital subscrito.

FIP INFRA ESRUTURA e FIP PRODUÇÃO ECONÔMICA INTENSIVA EM PESQUISA, DESENVOLVIMENTO E INOVAÇÃO

- ✓ A ICVM 578 não apenas trouxe novidades aos segmentos tradicionais de VC/PE, como também consolidou em uma única norma os outros tipos de fundos de investimento em participações regulados por norma específica, como o FIP IE e o FIP PD&I, trazidos com a publicação da Lei nº 12.431/11.
- ✓ Destinados a investimentos que desenvolvam, respectivamente, novos projetos de infraestrutura ou de produção econômica intensiva em pesquisa, desenvolvimento e inovação no território nacional, nos setores de energia, transporte, água e saneamento básico, irrigação e outras áreas tidas como prioritárias pelo Poder Executivo Federal.
- ✓ Os FIPs IE e PD&I devem enquadrar sua carteira em até 180 dias após obtido o registro de funcionamento na CVM para iniciar suas atividades.
- ✓ Investimentos em debêntures simples limitados a 100% do capital subscrito, e investimento em ativos no exterior não permitidos (em razão da Lei nº 12.431/11).
- ✓ Os FIPs IE e PD&I devem ter no mínimo cinco cotistas, sendo que nenhum cotista pode deter mais do que 40% das cotas emitidas pelo fundo ou auferir rendimento superior a 40% do rendimento do fundo.

FIP MULTIESTRATÉGIA (Art. 16)

- ✓ O provável destino da maioria dos FIPs tradicionais da indústria, o FIP Multiestratégia não obedece a nenhum estágio ou setor específico, mas tem alguns dos principais benefícios e descontos regulatórios das classes específicas. Admite o investimento em diferentes tipos e portes de sociedades investidas.
- ✓ O FIP Multiestratégia pode investir em companhias e sociedades limitadas, e se utilizar dos descontos regulatórios aplicáveis aos FIPs Capital Semente e Empresas Emergentes no que diz respeito às exigências de governança das companhias investidas. Ou seja, é possível a um FIP Multiestratégia ter *startups*, companhias de médio e de grande porte dentro de uma mesma carteira e, em cada um destes investimentos, aplicar diferentes estruturas de governança de acordo com suas receitas brutas. De qualquer forma, é importante notar que os FIPs Multiestratégia só podem investir em sociedades limitadas no estágio de faturamento Capital Semente, não sendo permitido tal modalidade de investimento caso o patamar de receita da sociedade seja superior a R\$16 milhões por ano.
- ✓ Investimentos em debêntures simples limitados a 33% do capital subscrito, e investimento em ativos no exterior limitados a 20% do capital subscrito em caso de FIPs Multiestratégia destinados a investidores qualificados e 100% em caso de FIPs Multiestratégia destinados a investidores profissionais que contem com o sufixo “Investimento no Exterior”.

3) Inovações

Dentre as inovações trazidas pela ICVM 578, vale ressaltar:

(i) Classes de Cotas

Na esteira da permissão de diferenciação de direitos previstos na ICVM 391, a ICVM 578 ampliou a possibilidade de distinção de direitos econômico financeiros das classes de cotas dos FIPs.

Em suma, as previsões dos parágrafos 2º, 3º e 4º do artigo 19 da ICVM 578 possibilitam que sejam estabelecidas classes de cotas com diferentes direitos econômicos no que diz respeito à taxa de administração e de gestão, bem como à ordem de preferência nas distribuições do fundo. Adicionalmente, em casos de fundos destinados a investidores profissionais (bem como aqueles em que participam organismos de fomento), é livre a estipulação de diferentes

direitos econômicos entre as classes, sendo possível chegar às estruturas de subordinação típicas de fundos de investimento em direitos creditórios. Fica também possível a emissão de cotas em séries, com diferentes datas de integralização e amortização, bem como diferentes remunerações.

O espaço que se abre com esse tipo de possibilidade é grande. Novos instrumentos de investimento em VC/PE com diferentes perfis de risco serão possíveis, o que tende a aproximar o grande público à indústria. Além disso, tornam-se possíveis estruturas de remuneração de gestores similares ao *carry* internacional, trazendo eficiência e alinhamento na cobrança de performance. Sem dúvida uma das inovações mais importantes da ICVM 578, a distinção de direitos econômicos de classes de cotas de FIPs deve se tornar uma ferramenta bastante utilizada no mercado nacional nos próximos anos.

(ii) Capital Autorizado (Art. 9º, XXIII)

A ICVM 578 permite que o regulamento dos FIPs preveja autorização para a emissão de novas cotas a critério do administrador ou gestor, independentemente de aprovação em assembleia geral de cotistas e de alteração do regulamento.

É de grande relevância a utilização desta permissão. São diversas as situações em que gestores e administradores estão sujeitos a prejuízos financeiros em casos de FIP sem caixa por encontrarem-se limitados às aprovações da assembleia geral de cotistas, nem sempre sensíveis a estes cenários. Nesse sentido, é importante que, na concepção de novos fundos de investimento, seja estabelecida uma reserva de capital a ser emitida sem a necessidade de assembleia em casos de esgotamento de caixa dos FIPs.

(iii) Emissão de Cotas sem Oferta Pública (Art. 22, § 1º)

É bastante importante a mudança que prevê que não será qualificada como oferta pública a emissão de cotas direcionada apenas aos cotistas do fundo, desde que não haja negociação de cotas do fundo em mercado secundário. Tal disposição diminui o custo de novas ofertas de cotas de FIPs que não sejam destinados a investidores profissionais e que, por muitas vezes, precisam realizar novas ofertas e chamadas de capital para pagamento de despesas. O registro de oferta pública para este tipo de oferta, além de oneroso, trazia entraves burocráticos a um processo que deveria ser, e finalmente se tornou, de baixíssima complexidade.

(iv) Empréstimos (Art. 10 e Art. 43, II, c)

A ICVM 578 permite ao FIP que obtenha apoio financeiro direto de organismos de fomento contrair empréstimos em valor equivalente a até 30% dos ativos do fundo, conforme já era previsto e legislações anteriores. No entanto, a ICVM 578 também traz permissão geral aos FIPs para que estes tomem empréstimo para cobrir *defaults* de cotistas em chamadas de capital.

Esta possibilidade também é de grande valia para o mercado. O risco de crédito dos investidores nacionais, por ser um mercado menos maduro, sempre foi preocupação dos *players* da indústria nacional. Os riscos oriundos de inadimplemento de cotistas são altos, podendo causar aos fundos a perda de capacidade para realização de investimentos, causando até infrações contratuais em fechamentos de operações. As formas de mitigação deste risco atualmente utilizadas pela indústria funcionam, mas usualmente trazem custo e perda de eficiência. Neste sentido, a permissão de se tomar emprestado os recursos faltantes em casos de inadimplemento é, sem dúvida, um grande marco de segurança para a indústria nacional – e pode ser o primeiro passo de um caminho rumo a uma indústria com possibilidade de alavancagem.

(v) Informações Periódicas (Art. 47)

O prazo para o envio das informações anuais (incluindo demonstrações contábeis) passou a ser de 150 dias após o encerramento do exercício social, não havendo mais a necessidade de envio semestral de demonstrações não auditadas. O prazo para a aprovação das demonstrações contábeis pela assembleia geral de cotistas passa a ser de 180 dias após o término do exercício social.

Felizmente, o mercado conta agora com um prazo um pouco mais elástico para a elaboração e aprovação das demonstrações financeiras das companhias investidas. Um dos principais problemas do dia a dia da administração fiduciária e gestão de fundos de investimentos em participações, os constantes atrasos no envio das demonstrações auditadas por companhias investidas causa aos *players* da indústria um grande inconveniente muitas vezes por razões fora de seu controle (e um grande número de multas também). Com isso em mente, a ICVM 578 não apenas ampliou o prazo para a apresentação das informações como também impôs ao gestor a obrigação de obter, junto às companhias investidas, as demonstrações financeiras no prazo da norma.

(vi) Demonstrações Financeiras com Valor Justo (Art. 47)

Além da extensão do prazo de envio das DFs, a ICVM 578 também lida com as inovações trazidas pela ICVM 579, especialmente no que diz respeito à qualificação do fundo como entidade de investimento e ao cálculo do valor justo de seus ativos.

O administrador poderá utilizar informações fornecidas pelo gestor tanto para a qualificação do fundo quanto para a avaliação de seus ativos, sendo possível que o laudo de avaliação seja feito pelo próprio gestor ou por terceiro independente. Nos casos em que o gestor é o responsável pela elaboração do laudo, o administrador deverá ser diligente na análise e aceitação deste laudo por meio de “esforços razoáveis”.

A Instrução também prevê mecanismos de mitigação de conflitos caso o gestor participe do processo de avaliação dos investimentos a valor justo, quais sejam: (i) o gestor deve possuir metodologia de avaliação consistente e verificável, (ii) gestor e administrador não podem ser remunerados sobre a parcela do patrimônio líquido do fundo ainda não desinvestida e por ele avaliada (as cobranças deverão ser pelo custo histórico do investimento), e (iii) taxas de performance não poderão ser cobradas sobre variação de cota, apenas sobre distribuições de caixa.

Vale reconhecer o esforço da CVM e do mercado na discussão sobre o assunto para que se chegasse a um acordo. A mudança de regra contábil para o valor justo, conforme posteriormente descrito na seção sobre a ICVM 579, é muito bem vista no mercado nacional. No entanto, traz uma série de impactos que precisariam ser cuidadosamente pensados pelos participantes da indústria. Um dos principais pontos sobre a adoção do valor justo era a definição de quem seria o responsável pela precificação. A discussão do tema partiu da atribuição de tal responsabilidade apenas ao administrador fiduciário ou a terceiro independente, o que resultaria num grande aumento de custos da indústria. Após as manifestações dos *players* e das associações do mercado, a CVM, de forma prudente, adotou a sugestão de que o gestor fosse parte do processo, atribuindo-lhe uma responsabilidade de precificação inédita – mas que, no caso dos FIPs, é bastante coerente.

Estamos ansiosos para este novo passo do mercado, no qual os gestores nacionais poderão demonstrar sua *expertise* de precificação e avaliação, parte tão relevante da tecnologia de gestão de VC/PE. Aliás, vale comentar que

outra discussão acalorada que envolvia a expertise de gestão e o valor justo referia-se à divulgação do valor justo das companhias investidas no *website* da CVM. O mercado brigou pela não divulgação desta informação, sob o argumento válido (mas não determinante) de que tal divulgação poderia ancorar negociações e prejudicar estratégias de saída (já que é uma informação usualmente não disponível para contrapartes). Embora não tenha aceitado a ocultação deste valor, ao alterar a metodologia de divulgação de informações periódicas dos FIPs, a CVM criou uma defasagem de 150 dias da informação do valor justo das companhias, que deve ser divulgada apenas anualmente – e com potencial menor de interferir em negociações.

(vii) Assembleia Geral de Cotistas (Art. 29)

Dentre as mudanças trazidas para as regras aplicáveis às assembleias, uma das principais refere-se à previsão expressa constante do parágrafo 5º do artigo 29 de que os votos e quóruns devem ser computados de acordo com as cotas **subscritas** do Fundo, e não emitidas ou integralizadas. Nesse aspecto, sana-se a dúvida se deve haver assembleia geral de cotistas em um fundo de investimento que já tem seu capital comprometido, mas ainda não realizou nenhuma integralização.

A ICVM 578 também prevê que não terão direito a voto os cotistas inadimplentes no que diz respeito à parcela de cotas subscrita e não integralizada ou sobre a sua totalidade, de acordo com o previsto em regulamento.

(viii) Registro automático (Art. 2º)

A ICVM 578 traz novo sistema de registro automático de funcionamento dos FIPs, que passarão a contar com tal registro imediatamente quando do protocolo dos documentos necessários em sistema informatizado ainda não disponível no *website* da CVM. Tendo em vista que o sistema ainda não está em funcionamento, a própria norma prevê que o registro automático será dado em 10 dias úteis após o protocolo físico da documentação necessária – não sendo necessário o recebimento de ofício no vencimento do prazo para considerar o registro concedido, conforme manifestado pela Comissão no item 3.1. do Relatório de Audiência Pública.

(ix) Dispensa de Custódia (Art. 37)

A ICVM 578 atendeu os pleitos do mercado e dispensou a contratação de serviço de custódia para investimentos em ativos emitidos por companhias

fechadas, sociedades limitadas e liquidez reservada para despesas, desde que o administrador tome determinadas medidas para assegurar a salvaguarda destes ativos.

(x) Comitês (Art. 38)

A ICVM 578, em linha com as permissões da ICVM 555, permitiu que os membros de comitês de investimento, bastante típicos da indústria de VC/PE, sejam remunerados pelo fundo quando constituídos por iniciativa do administrador e do gestor.

4) Dos Papéis do Administrador Fiduciário e do Gestor de Recursos

Um aspecto bastante importante da ICVM 578 e que merece ser especialmente comentado é a segregação trazida aos papéis e responsabilidades do administrador e do gestor deste tipo de fundo de investimento.

O assunto é merecedor de atenção especial, pois **o exercício dessas funções traz aos *players* da indústria a assunção de riscos corporativos oriundos das atividades operacionais das companhias investidas. Tal risco é especialmente relevante se considerarmos estarmos em um país onde a desconsideração da personalidade jurídica é instituto abusivamente utilizado.** Parece claro à própria CVM que, neste tipo de fundo, tendo em vista as responsabilidades atribuídas aos controladores na Lei nº 6.404/76 e no Código Civil, os riscos corridos por administradores e gestores são atípicos, e, portanto, merecem tratamento diferenciado.

Essa necessidade de tratamento diferenciado percebido pela Comissão resultou em algumas novidades regulatórias inéditas. Tais novidades **trazem ao gestor maior responsabilidade no dia a dia do fundo, afastando o administrador fiduciário da rotina das companhias investidas.** Nesse sentido, o gestor se torna a principal figura representativa do fundo nos negócios das companhias investidas, afastando o administrador de qualquer percepção de envolvimento no dia a dia da gestão do fundo - além da óbvia e ponderada necessidade de supervisão do gestor.

A primeira grande mudança é a **exclusão da obrigatoriedade de solidariedade perante os cotistas nos contratos entre gestor e administrador.** Agora, passam a ser solidários apenas administrador e os responsáveis pelas atividades de custódia, tesouraria, controladoria e escrituração do fundo. A ausência de solidariedade nos atos da gestão afasta o administrador de responsabilidades perante cotistas oriundas de decisões políticas tomadas pelo gestor no dia a dia das companhias (sem prejuízo da necessidade de supervisão do gestor, conforme

anteriormente mencionado).

O artigo 34 também traz expressamente os poderes do gestor, que assina os *deals*, os acordos de acionistas, contrata terceiros e exerce o direito de voto. Vale notar que o parágrafo único deste artigo obriga o envio pelo gestor ao administrador dos documentos por ele assinados em 5 dias úteis após sua assinatura (caso não haja disposição específica no regulamento ou contratos do fundo). Nesse sentido, claramente percebe-se a visão da CVM de que o enquadramento dos ativos do fundo à sua política de investimento deve ser feito primeiramente pelo gestor e *a posteriori* pelo administrador, admitindo o recebimento dos documentos já assinados por este último. Aqui, vale questionar **como deve o administrador impedir a assinatura de transações inadequadas ao fundo recebendo os documentos *a posteriori***. Nesse sentido, a criação de processos de aprovação prévia de minutas, condições de liquidação entre *signing* e *closing* e uma relação estrita de confiança baseada em uma forte *due diligence* de contratação e clara atribuição de responsabilidades entre administrador e gestor serão essenciais para a boa vida do fundo.

O artigo 40 da ICVM 578, que descreve as obrigações do gestor, aumentou sensivelmente. No rol de obrigações, fica a cargo do gestor, dentre uma série de atividades, a manutenção da efetiva influência nas companhias investidas, contratar, em nome do fundo, e coordenar prestadores de serviço para as operações do fundo e, principalmente, fornecer ao administrador:

- (i) as informações necessárias para o enquadramento contábil do fundo como entidade de investimento;
- (ii) as demonstrações contábeis auditadas das sociedades investidas; e
- (iii) o laudo de avaliação do valor justo das sociedades investidas.

Este conjunto de obrigações, alguns dos quais já falamos anteriormente no item sobre Demonstrações Contábeis com Valor Justo, acima, é determinante na demonstração da percepção da CVM sobre o papel do gestor neste tipo de produto, conforme manifestado no item 3.41 do Relatório de Audiência Pública. Percebe-se, aqui, que fica a cargo do gestor a determinação das informações mais complexas e sensíveis de um FIP. **Reconhece-se que o papel do administrador fiduciário, neste tipo de fundo, diverge do papel usualmente exercido em outras classes de fundos, menos voltadas à economia real. Obviamente, não há que se falar em diminuição de responsabilidade do administrador fiduciário, pois este é e sempre será o principal *gatekeeper* da indústria de fundos de investimento. No entanto, é visível o aumento da responsabilidade do gestor, nivelando o risco que tais participantes tomam na prestação de serviços desta indústria.**

Assim, a transição da norma, sobre a qual falaremos no próximo item, é um momento



determinante para que administradores fiduciários e gestores de recursos revejam suas relações contratuais em FIPs. São diversas as mudanças de atribuições de responsabilidades. Processos deverão ser repensados, com o objetivo de se chegar a um mercado eficiente e seguro para todos os participantes. Acreditamos que, com uma renegociação clara e estabelecimento de procedimentos seguros, a indústria de VC/PE nacional tende a dar um novo salto de sofisticação, tanto no relacionamento entre prestadores de serviço quanto no perfil dos produtos disponíveis ao mercado nacional.

5) Transição (Art. 58)

A ICVM 578 entrou em vigor na data de sua publicação, 30 de agosto de 2016, e os FIPs, FICFIPs e FMIEEs terão 12 meses para se adaptar à nova norma. Caso tais fundos venham a realizar nova oferta de cotas, pública, restrita ou dispensada de registro, tal adaptação deverá ocorrer imediatamente.

Nos mesmos moldes da adaptação da ICVM 555, só será passível a mudança por ato unilateral do administrador caso os novos limites e possibilidades da ICVM 578 não sejam utilizados. Caso haja a intenção de se alterar o regulamento do fundo para ampliar limites, será necessária a aprovação dos cotistas do fundo – sendo necessária a unanimidade em caso de mudança de política de investimentos.

ICVM 579

A ICVM 579 finalmente introduz normas contábeis à indústria de fundos de investimento em participações. Até sua edição, a avaliação dos ativos dos FIPs dependia de suas previsões em regulamento, de interpretações análogas da ICVM 438 e de algumas percepções contábeis. Tais diferenças de percepção causavam uma dificuldade de aferição de retornos da indústria, ou mesmo da criação de uma base de dados comparável. Em sua grande maioria, os FIPs optavam pela avaliação de seus ativos pelo custo histórico (o que evoluiu para o custo com *impairment* nos anos mais recentes), o que deixava nossa indústria pouco transparente.

A ICVM 579 aproxima os FIPs das práticas de precificação internacional, e novamente traz uma visão da CVM que foca mais na essência do que na forma. Em suma, a ICVM 579 exige que os FIPs qualifiquem-se como entidades de investimento (“EI”) ou como não entidades de investimento (“N-EI”). Dependendo de sua qualificação, a metodologia de precificação varia. **E é na determinação da qualificação que a ICVM 579 foge de requisitos objetivos e utiliza uma sistemática de indícios que ajudarão na qualificação contábil do fundo, pautados pela essência econômica da estrutura**, conforme o parágrafo único do artigo 7º da ICVM 579. A responsabilidade por tal caracterização é do administrador fiduciário do fundo, contando este com informações providenciadas pelo gestor, conforme descrito no item 4 da Seção ICVM 578 deste memorando.

A caracterização objetiva do que efetivamente é um veículo de VC/PE é uma tarefa árdua, principalmente quando a tentativa é de se diferenciar os fundos de VC/PE dos FIPs utilizados para propósitos patrimoniais ou sucessórios. O mercado vinha há algum tempo tentando sistematizar essa diferenciação, mas invariavelmente caía em definições objetivas que tinham grande margem de erro. Em razão da impossibilidade de um mecanismo objetivo, a ICVM 579 atinge essa diferenciação através de uma distinção contábil, que demandará uma análise substancial e subjetiva de cada estrutura para qualifica-la como EI ou N-EI. Abaixo, as características de cada tipo:

ENTIDADE DE INVESTIMENTO:

- ✓ são os fundos que se enquadram nas disposições dos artigos 4º e 5º, e que basicamente trazem características do modelo de negócio do fundo, como seu propósito de investimento, sua metodologia de análise de gestão, suas estratégias de desinvestimento, quantidade de cotistas, companhias investidas, etc.
- ✓ devem avaliar seus investimentos pelo valor justo.

- ✓ podem utilizar valor de custo desde que justificado, nos casos em que o valor justo não seja mensurável de maneira confiável, o que poderá ser o caso dos investimentos em *startups early stage*.
- ✓ distribuições de lucro declaradas e provisionadas pelas investidas devem ser reconhecidas como receita.

NÃO ENTIDADES DE INVESTIMENTO:

- ✓ não se enquadram nas disposições dos artigos 4º e 5º.
- ✓ devem avaliar seus investimentos pelo método de equivalência patrimonial.
- ✓ as demonstrações contábeis das companhias investidas devem ser levantadas na mesma data das demonstrações contábeis do fundo.
- ✓ distribuições de lucro declaradas e provisionadas pelas investidas reduzem o valor contábil do investimento no fundo

A ICVM 579 entrou em vigor na data de sua publicação, 30 de agosto de 2016, e aplica-se aos períodos contábeis iniciados em u após 1º de janeiro de 2017.

CONCLUSÃO

Como tentamos demonstrar neste memorando, as ICVMs 578 e 579 alteram profundamente o panorama legislativo da indústria de VC/PE nacional. Trazem inovações, sofisticações e flexibilidades que ampliam o universo de produtos em estruturas ainda mais sofisticadas e que permitem novos patamares de segurança e retorno.

Nós, da equipe de Mercado de Capitais do Velloza & Girotto, estamos ansiosos para navegar pela nova legislação, tanto para auxiliar nossos clientes na adaptação de seus fundos de investimento atuais, quando para a concepção de novas ideias, de novos conceitos e de novos produtos. De olho na retomada do crescimento do país, o momento da reforma é mais do que propício, dando ao mercado a oportunidade de incentivar a economia nacional com produtos ainda mais apropriados e alinhados com as principais estratégias de gestão. Estamos aqui para ajudar nesse processo de forma segura, com a cabeça na inovação e os pés na experiência.

À disposição!

**Equipe de Mercado de Capitais do Velloza & Girotto Advogados Associados
Núcleo de Private Equity, Venture Capital, Startups & High-Tech Investments**