

OF. DIR. 022/2020

São Paulo, 19 de maio de 2020.

Aos senhores
Daniel Walter Maeda Bernardo Superintendente
Superintendência de Relações com Investidores Institucionais (SIN)
Comissão de Valores Mobiliários – CVM

Paulo Roberto Gonçalves Ferreira
Superintendência de Normas Contábeis e de Auditoria (SNC)
Comissão de Valores Mobiliários - CVM

Assunto: Nota explicativa nas Demonstrações Financeiras e Precificação do Fundos de Investimento em Participações (FIPs) no período da pandemia de Covid-19

Prezado senhor,

Primeiramente, gostaríamos de agradecer a disponibilidade para as reuniões realizadas nos dias 4 e 12 de maio, nas quais debatemos as demonstrações financeiras e precificação dos FIPs. Tais encontros foram importantes para estabelecermos o diálogo sobre o tema e endereçarmos as preocupações do regulador.

Também congratulamos todos os esforços envidados e as medidas adotadas em virtude das circunstâncias excepcionais provocadas pela Covid-19, com o objetivo dar mais segurança ao mercado. Nesse cenário a indústria de private equity tem buscado o melhor entendimento das regras a fim de minimizar os efeitos da crise.

Considerando que o investimento dos FIPs apresenta peculiaridades em relação às aplicações usuais dos demais fundos de investimento e que o mercado secundário e o portfólio dos FIPs apresentam baixa liquidez, apresentamos sugestões que buscam mitigar o impacto inadequado nas carteiras desses fundos, defendendo os interesses dos investidores frente à situação emergencial que estamos vivendo. Também incluímos no **anexo** nossas considerações acerca das preocupações trazidas pela CVM na reunião realizada em 4 de maio de 2020.



a. Nota explicativa nas demonstrações financeiras dos FIPs

Em decorrência da incerteza com relação à duração da crise ocasionada pela pandemia e seus efeitos negativos, identificamos que os FIPs cujo exercício social termina em março e abril terão dificuldades de precificar os impactos relacionados aos desdobramentos da pandemia, dado que o tempo de duração e as consequências diretas e indiretas, em diversos setores, são de difícil visibilidade no início de qualquer crise.

Nesse cenário, vale ressaltar que a CVM editou, em 25 de março de 2020, a Deliberação 848, que prorrogou, pelo prazo de 30 dias, a entrega das demonstrações financeiras auditadas, permitindo maior tempo para divulgação desse documento. Porém, entendemos que essa medida não seria suficiente para viabilizar a precificação dos efeitos da crise da Covid-19.

Portanto, com o objetivo de promover demonstrações financeiras de boa qualidade, oferecendo maior visibilidade do contexto patrimonial dos fundos ao seu usuário final, apresentamos uma proposta complementar para que os administradores fiduciários possam tratar os impactos decorrentes da pandemia da Covid-19 nas demonstrações financeiras dos fundos de investimentos em participações cujo encerramento do exercício social seja em março e em abril por meio da inclusão de nota explicativa esclarecendo: (i) que a precificação da cota desses fundos não está considerando os potenciais impactos negativos decorrentes da pandemia da Covid-19; e (ii) quais foram as premissas-chave consideradas no exercício de precificação então registrado na cota dos fundos, acompanhado de visibilidade dos efeitos que essas premissas-chave sofrem no contexto da pandemia.

b. Precificação das cotas dos FIPs – entidades de investimentos

Os FIPs observam os dispositivos previstos na Instrução CVM 579, que dispõe sobre a elaboração e divulgação das demonstrações contábeis, para precificar suas cotas. O § 1º do art. 3º prevê que “o valor justo dos investimentos deve refletir as condições de mercado no momento de sua mensuração, entendido como a data do reconhecimento inicial, de apresentação das demonstrações contábeis ou aquela em que informações sobre o patrimônio do fundo são divulgadas ao mercado”.

A responsabilidade do administrador fiduciário de “avaliar continuamente a existência de eventos ou alteração de condições que possam influenciar materialmente o valor justo dos



investimentos” (ICVM 579, art. 3º, § 2º) cria um ambiente em que estes devem refletir os impactos de um choque como o da atual crise tempestivamente na precificação das carteiras que administram.

Considerando o ambiente de incerteza, no que tange às perspectivas econômicas do país (bem como globais), e o contexto de ausência de visibilidade que as empresas de forma generalizada vivem, a manutenção dessa obrigação, neste momento, se mostra inadequada para os interesses da indústria de private equity no Brasil, pelos seguintes motivos: (1) limitação das companhias de estimarem tempestivamente de forma adequada os efeitos que serão trazidos pela pandemia da Covid-19 em seus respectivos negócios e, conseqüentemente, a limitação na capacidade de estimá-los no valor justo dos ativos; e (2) ausência de mercado secundário atuante nessa classe de ativos, podendo-se criar, como se propõe a seguir, mecanismo que mitigue o risco de assimetria de informação em transações secundárias.

Para exemplificar a dificuldade de as empresas em geral estimarem as conseqüências nos respectivos negócios, realizamos um estudo entre as empresas que compõem o Índice Bovespa (IBOV), a fim de identificar quais já haviam comunicado ao mercado os impactos da Covid-19 em suas projeções para o ano de 2020. Na data-base de 13 de abril, das 69 empresas que compõem o Índice, 17 (24,63%) já divulgaram que suas projeções foram canceladas ou estão em processo de revisão, 33 (47,82%) já divulgaram medidas que estão tomando em suas atividades (preservação de posição financeira, operacionais e/ou recursos humanos), as quais afetarão diretamente o resultado dessas empresas nos próximos meses (sem apresentarem uma visão conclusiva sobre a amplitude desses impactos em seus respectivos negócios) e, ainda, 19 (27,53%) não chegaram a se manifestar publicamente sobre o assunto.

Em complemento a esse estudo, gostaríamos de destacar outro realizado pela Bain & Company sobre os impactos da Covid-19 na indústria de private equity, na qual demonstra que a precificação dos fundos no exterior que investem em companhias fechadas deverá levar de um a dois trimestres para ser ajustada, demonstrando que neste período estarão convivendo com marcação intermediária ainda com defasagem¹. Vale ressaltar que o mercado internacional se encontra em estágio mais maduro que

¹ Bain & Company. COVID Crisis: Impact on the Private Equity Industry. Discussion with South America LPs and GPs. April 9, 2020. p. 20: *private equity relies on quarterly mark-to-market valuations; there is a lag versus public equities, as it takes at least 1-2 quarters to adjust PE valuations in line with public markets.*



o mercado brasileiro, com grande número de players e ativos disponíveis, bem como com alto volume de negociações secundárias

Desta forma, solicitamos que os administradores fiduciários possam manter a precificação das cotas sem considerar os efeitos da crise da Covid-19 até 30 de setembro de 2020, mantendo as evidências do devido monitoramento dos ativos durante este período (diretamente e/ou por meio de informações solicitadas ao gestor) e dando transparência aos investidores por meio da divulgação de fato relevante.

Ressaltamos aqui o **princípio de diligência**, considerando a importância do seu papel para o bom funcionamento da indústria. Assim, é fundamental que a obrigação regulatória de diligência das figuras do administrador e do gestor dos fundos seja rigorosamente cumprida neste momento. Em nossa proposta, o pleito a ser considerado deve contemplar a manutenção desse princípio. Quando trabalhamos a inclusão de compromissos de diligência a serem observados no pleito, buscamos atender a essa necessidade. Em especial, entendemos que a concessão do prazo de 30 de setembro, de forma condicionada à emissão de fato relevante em que administrador e gestor informam o condomínio de cotistas das práticas sugeridas de diligência e precificação, combinada com a possibilidade de manifestação divergente por parte do condomínio, preserva adequadamente a obrigação de diligência deles, sob o julgamento dos investidores dos condomínios.

Outro ponto relevante está relacionado à **diretriz regulatória**. Entendemos que neste momento é esperado que os administradores e gestores não ignorem o ambiente de incerteza estabelecido, não sendo esperado nem, por um lado, um movimento reativo em uma corrida desgovernada de precificação, nem, por outro lado, uma omissão por trás das incertezas existentes, não reconhecendo os impactos em carteira, no limite, durante um exercício social completo. **Quando estabelecemos uma referência de prazo, entendemos que oferecemos clareza à indústria, evitando ocorrência de extremos indesejados. Em complemento ao princípio de diligência, cultivamos um ambiente de boas práticas fundamentadas, sem prejuízo à responsabilização dos administradores e gestores. Como um pleito construído em conjunto com representantes da indústria de FIPs, a data estabelecida não configura uma liberalidade unilateral que possa ser vista como inadequada por parte do regulador.**



Além disso, temos grande preocupação em defender o **interesse dos investidores**, pois entendemos que os processos de precificação a mercado não envolvem apenas o custo direto da contratação de avaliadores independentes, mas também (e principalmente) o custo indireto desencadeado pela dedicação de tempo dos executivos das empresas investidas, bem como o dos membros pertencentes à equipe de gestão dos fundos. Neste ambiente de incerteza e de queda de atividade econômica, o custo indireto de iniciar trabalho de precificação em momento antecipado ao proposto pode ser desproporcionalmente oneroso para os investidores (boa parte das empresas do país tem trabalhado em regimes de redução de jornada dos quadros executivos – benefício referente à MP 936, restringindo as jornadas de trabalho às atividades essenciais dos negócios). **Além de evitar má alocação de custos em tempos de crise, acreditamos que promover esta diretriz regulatória fundamentada pelos termos aqui expostos atua em favor dos investidores da classe de ativo, fornecendo uma referência de boa prática esperada por parte dos administradores e gestores de seus fundos.**

Sugestão de redação:

Art. XX Poderá o administrador fiduciário, até 30 de setembro de 2020, manter a precificação das cotas sem considerar os efeitos da crise da Covid-19.

1º. Para fazer jus à prerrogativa descrita no caput deste artigo, o administrador fiduciário deverá:

- a) publicar fato relevante informando que até 30 de setembro de 2020 a precificação das cotas do fundo não será impactada pelos efeitos da Covid-19 esclarecendo aos cotistas as práticas sugeridas de diligência nas empresas investidas pelo administrador e gestor durante este período, bem como qual é o prazo planejado para atualização da precificação de carteira refletindo os impactos da Covid-19;*
- b) no prazo de até 10 dias da publicação do fato relevante, conforme alínea a, acima, não acusar recebimento de oposição por cotistas que representem, no mínimo, cinquenta por cento das cotas em circulação;*
- c) manter evidências de que realizou o monitoramento das companhias investidas durante este período diretamente ou mediante a solicitação de informações ao gestor do fundo.*



2º. Caso as companhias investidas apresentem pedido de falência, recuperação judicial, de homologação de plano de recuperação extrajudicial ou qualquer outro procedimento de insolvência, o administrador deverá imediatamente reprecificar a cota do fundo considerando os efeitos desses eventos sobre o ativo em questão, seguido da publicação de fato relevante e observância das demais obrigações previstas na regulamentação aplicável.

Desde já, agradecemos a apreciação de nossas considerações e nos colocamos à disposição para novas conversas sobre o tema, com o objetivo de contribuir para o melhor entendimento sobre a indústria de fundos brasileira, seu desenvolvimento seguro e sustentável bem como manutenção dos mercados neste período de crise.

Atenciosamente,

Luiz Armando Monteiro Sedrani
Coordenador da Comissão Temática de
Participações – ANBIMA



**ANEXO – Considerações adicionais aos questionamentos feitos pela CVM na reunião realizada em
04 de maio de 2020**

I. Sobre o prazo proposto, de 30 de setembro de 2020.

Contextualização – A origem da discussão de uma data de referência não guardou nenhuma relação com eventuais exercícios sociais distintos entre os fundos da indústria. A construção desta data guarda referência com o início da pandemia referente ao COVID-19 e as consequentes medidas de restrição social que passaram a ser adotadas, proporcionando um ambiente abrangente de inatividade econômica. A partir deste evento, ocorrido ao final do mês de março, as empresas iniciaram intensivos processos de replanejamento, para se readequarem para o novo cenário então estabelecido.

Ambiente de Incerteza – de forma generalizada, as empresas têm gerido seus respectivos processos de replanejamento como processos “vivos”, que são diários ou semanalmente atualizados em busca de uma recalibragem das decisões referentes a busca de seus pontos de equilíbrio, conforme evoluem suas visões referentes a questões críticas como planejamento de demanda esperada, gestão de recebimentos e de negociação de prazo de pagamentos. Dado o ambiente de desconhecimento vivido atualmente quanto a longevidade do prazo de duração / de controle da pandemia, há muita incerteza sobre onde se estabilizarão múltiplos fatores como nível de desemprego, nível de disponibilidade de capital, saúde fiscal do setor público como um todo, dentre outros fatores, dificultando o desenho de um cenário esperado com boa razoabilidade fundamentada para as empresas. Como referência desta dificuldade, realizamos levantamento sobre as visões prospectivas das Companhias de capital aberto no País, que corroboram esta visão.

Referência internacional – Em evento de discussão sobre impactos esperados na indústria de *private equity* promovido pela empresa Bain & Company, os levantamentos realizados pela companhia apontavam de que os impactos na carteira dos fundos na indústria americana (que conta com práticas de marcação trimestral em comparação a nossa prática de marcação anual) deveriam apresentar uma defasagem de, pelo menos, 1 a 2 trimestres em relação aos impactos observados no mercado de empresas listadas.

Considerando-se estes pontos, em debate com diversos representantes da indústria local, construiu-se o consenso de que seria uma boa prática para a indústria a definição de um compromisso



alvo coordenado de precificação dos impactos da pandemia que contemplasse prazo de 6 meses após o início das questões de restrição social. Este prazo permitiria maior amadurecimento do ambiente de controle da pandemia e, conseqüentemente, da magnitude dos impactos do cenário econômico como um todo, bem como individualmente dos impactos nas empresas inseridas nestes cenários. Além da maior adequação de visibilidade esperada com este prazo, busca-se contemplar também adequada tempestividade olhando para referência de mercados internacionais maduros.

