



GUIA DE BOAS PRÁTICAS PARA INVESTIMENTOS EM FIP PELAS EFPC

GRUPO DE TRABALHO AD-HOC BOAS
PRÁTICAS PARA INVESTIMENTOS EM FIP'S

GRUPO DE TRABALHO AD-HOC BOAS PRÁTICAS PARA INVESTIMENTOS EM FIP'S

GUIA DE BOAS PRÁTICAS PARA INVESTIMENTOS EM FIP PELAS EFPC

DEZEMBRO/2021



Dados Internacionais de Catalogação na Publicação (CIP)
(Câmara Brasileira do Livro, SP, Brasil)

Guia de boas práticas para investimentos em FIP pelas EFPC
[livro eletrônico] / [organização] Grupo de Trabalho Ad
Hoc Boas Práticas para Investimentos em FIP's ;
ABRAPP - Associação Brasileira das Entidades Fechadas
e Previdência Complementar. -- São Paulo : ABRAPP
Associação Brasileira das Entidades Fechadas de
Previdência Complementar, 2021.
PDF

ISBN 978-85-99388-71-6

1. Administração 2. Economia 3. Finanças -
Administração 4. Fundo de investimento 5. Investimentos
6. Portfólios 7. Previdência complementar I. FIP's, Grupo de
Trabalho Ad Hoc Boas Práticas para Investimentos em. II.
Complementar, ABRAPP - Associação Brasileira das Entidades
Fechadas e Previdência.

21-93544

CDD-332.6

Índices para catálogo sistemático:

1. Investimentos financeiros
: Economia 332.6.

Maria Alice Ferreira - Bibliotecária - CRB-8/7964

5	APRESENTAÇÃO
8	01. INVESTIMENTOS EM FIP
9	1.1. Princípios para o investimento por EFPC
10	1.2. Evolução da indústria de FIP
12	1.3. Conceitos da indústria de investimento em FIP
18	02. DISPOSIÇÕES LEGAIS PARA O INVESTIMENTO
19	2.1. Comandos normativos para as EFPC
23	2.2. Responsabilidades do cotista e agentes na governança do FIP
27	2.3. Condutas dos gestores das EFPC
30	03. RAZÕES PARA AVALIAÇÃO DO FIP NO PORTFÓLIO DAS EFPC
31	3.1. Fundamentos para avaliação
33	3.2. Estrutura interna da EFPC
34	3.3. Forma de entrada no investimento
37	04. ASPECTOS ANTES DO INVESTIMENTO
38	4.1. Seleção de gestores
41	4.2. Diligência detalhada
43	4.3. Termos e condições
46	05. ASPECTOS APÓS O INVESTIMENTO
47	5.1. Monitoramento da gestão
50	5.2. Controle sobre o desempenho
52	5.3. Evento de saída do cotista antes do desinvestimento
56	REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS
60	GLOSSÁRIO DE TERMOS TÉCNICOS
64	GRUPO DE TRABALHO AD-HOC BOAS PRÁTICAS PARA INVESTIMENTOS EM FIP'S

APRESENTAÇÃO

Prezado(a) leitor(a),

Este Guia de Boas Práticas para Investimentos em Fundo de Investimento em Participações (FIP) nasceu de uma boa provocação. Em 20 de maio de 2021, a Associação Brasileira das Entidades Fechadas de Previdência Complementar (Abrapp) e a Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais (ANBIMA) realizaram o *webinar* “Revitalização do FIP”, como veículo de investimento e diversificação para as Entidades Fechadas de Previdência Complementar (EFPC). O evento contou com apresentações da Superintendência Nacional de Previdência Complementar (PREVIC) e da Associação Brasileira de *Venture Capital e Private Equity* (ABVCAP) e foi considerado um marco por deixar muito clara a mensagem: as EFPC precisam ter condições para voltar a considerar essa classe de ativos.

O Brasil vivenciou nos últimos anos um cenário inédito de redução da taxa básica de juros para seu menor patamar histórico. E, ainda que este cenário tenha se modificado recentemente, por fatores diversos que provocaram um novo ciclo de alta, os motivos que tornam importante a retomada da discussão sobre o investimento no veículo FIP em nosso setor transbordam a mera conjuntura econômica de curto prazo.

Os ativos de *private equity* e de *venture capital* são de longo prazo de maturação. O investimento por meio do FIP envolve a preparação de companhias – desde nascentes até maduras – para sua venda no futuro, quando a EFPC obterá efetivamente o retorno desse investimento. Esse processo traz benefícios significativos para as empresas, com a elevação de sua governança corporativa e de seus resultados para um novo patamar de profissionalização. Adicionalmente, o FIP também é utilizado para investir em ativos reais, como florestas e infraestrutura, estratégicos para o país.

O FIP é de fundamental importância, não apenas para as EFPC e demais investidores institucionais, mas para o Brasil. Este veículo possibilita trazer capital de longo prazo para investir na expansão da economia, em novos negócios. Mas ainda temos muito a evoluir: enquanto em países desenvolvidos, como Estados Unidos e Inglaterra, o investimento em *private equity* e *venture capital* equivalem a cerca de 1,68% e 1,49% do PIB, respectivamente, em nossa nação, este percentual ainda está em 0,35%.

Os fundos de pensão, no Brasil e no mundo, são grandes investidores que podem considerar o FIP dentre suas opções para diversificação de investimentos, pois ela está casada com o longo prazo. Em um contexto no qual bater as metas atuariais se torna cada vez mais desafiante para as EFPC essa é uma das classes de ativos que, historicamente, entregam prêmio sobre o *public equity* – ren-

tabilidade adicional por investir em um negócio que, obviamente tem mais riscos, o que demanda cuidados extras –, além de ampliar o leque de setores para investir, fora do mercado de ações.

Contudo, observa-se um cenário de estagnação, com baixa alocação das EFPC em FIP. Segundo os dados consolidados pela Abrapp, essa classe representa menos de 1% dos recursos totais do sistema. Em 2010, em sua fase inicial, ela representou cerca de 1,8% do patrimônio e, em seu ápice, 2014, chegou a 2,9% do total. A retração observada em anos seguintes aconteceu após repercussões de experiências negativas, mas que não podem condenar este importante veículo ao descarte.

A Abrapp resolveu enfrentar essa questão. E qual seria a melhor forma? Aprender com as experiências vividas – boas e ruins – e formar um grupo de trabalho, utilizando o *know-how* de especialistas em investimentos, profissionais da área legal, dirigentes de entidades de diferentes portes e características, com o acompanhamento do órgão de supervisão.

O produto do trabalho desse grupo você tem em mãos. O objetivo deste Guia é orientar o gestor da EFPC sobre como avaliar esta classe, desde o entendimento das razões para investir ou não, às disposições normativas e legais, cuidados e melhores práticas de mercado, que devem ser observados antes, após e na saída do investimento. Munido dessas informações, cada gestor poderá julgar, considerando as especificidades da EFPC e dos planos administrados, se deve ou não incluir investimentos em FIP no portfólio.

Adicionalmente, a Abrapp coloca à disposição das EFPC o Código de Autorregulação em Governança de Investimentos e o Selo de Certificação nesse processo, que irá auxiliá-las a diagnosticar o estágio em que se encontram e robustecer suas respectivas estruturas.

Temos o compromisso de trazer para as associadas e, para o mercado em geral, essa experiência acumulada dos dirigentes das EFPC de renomados especialistas e da base de conhecimento disponível, com o objetivo de proporcionar ainda mais segurança ao setor. É que, assim, nossas entidades possam cumprir seu objetivo primordial, que é ter os seus participantes e assistidos atendidos em seus benefícios, com otimização de riscos e rentabilidade de acordo com as metas e necessidades do passivo.

Dezembro/2021

Luís Ricardo Marcondes Martins
Diretor-Presidente da Abrapp



*“A verdadeira viagem de descobrimento
não consiste em procurar novas
paisagens, mas em ter novos olhos.”*

Marcel Proust





INVESTIMENTOS EM FIP

Desde o fim da década de 90, a exposição a investimentos em mercados de *private equity*¹, dívidas privadas e de ativos reais, tem sido observada na carteira de investidores institucionais de diversos países de forma crescente. Os *endowments*² dos Estados Unidos foram os primeiros a aumentarem suas exposições. Para outros investidores, a redução das taxas de juros após a crise global de 2008 foi a grande motivação para a alocação nesses ativos, que trazem maiores riscos, mas são capazes de gerar maiores retornos. No mundo, os fundos de pensão no agregado têm respondido por 14% dos recursos alocados somente em *private equity*, seguidos de *family offices* e instituições filantrópicas.³

No Brasil, o cenário para investimentos partiu de um ciclo econômico de prosperidade da última década para um período de recessão e de taxas de juros reduzidas a 2% em plena pandemia do Covid-19. Mais recentemente, os juros e a inflação voltaram a crescer. Essa situação se reflete em maior desafio para as Entidades Fechadas de Previdência Complementar – EFPC cumprirem as metas de retorno no horizonte de longo prazo, com alta volatilidade dos ativos e baixo crescimento global. Contudo, nos últimos dez anos os investimentos no agregado das EFPC se mantêm concentrados em renda fixa: entre 61% em 2011 para 73,6% em 2017 e acima de 70% até 2020. Neste período os investimentos em *private equity* e ativos reais, que utilizam o veículo FIP, foram reduzidos em quase 1/3, representando ao final de 2020 0,9% do total de ativos sob a gestão.⁴

Após esta introdução, a próxima seção 1.1 retoma os princípios que devem nortear os investimentos por EFPC nessa classe de ativos. A seção 1.2 apresenta a evolução de aplicação de recursos em *private equity* (PE), *venture capital* (VC) e ativos reais, que utilizam o veículo FIP e explica resumidamente a exposição das EFPC no veículo ao longo do tempo. A seção 1.3 conclui o capítulo com apresentação das principais definições e conceitos utilizados na gestão dos FIPs, cujo objetivo é o alinhamento com os interesses dos participantes da EFPC investidora e dos demais *stakeholders*.⁵

1 Por definição, os investimentos em *private equity* são as participações em capital diversificado por empresas, em diferentes estágios de maturidade desde nascentes a maduras, por meio de fundos de *venture capital* e de *private equity*, e de modelos de controle entre minoritário e majoritário. Excluem-se, portanto, os investimentos monoativos e em ativos reais como óleo e gás, infraestrutura e outros recursos naturais.

2 *Endowments* são fundos patrimoniais constituídos por doações, para garantir a perenidade de organizações. Estes fundos investem os recursos doados no mercado de ativos e financiam as atividades dessas organizações através da rentabilidade obtida, sem consumir o principal investido.

3 Segundo dados do Relatório sobre *Private Equity & Venture Capital Global* de 2021 da Preqin (2021).

4 Conforme dados do Consolidado Estatístico da Abrapp de dezembro/2020, disponíveis em site: <https://www.abrapp.org.br/consolidado-estatistico/>.

5 São *stakeholders* das EFPC: os participantes, os patrocinadores, instituidores, órgãos de regulação, órgãos de supervisão e fiscalização, bem como as partes da sociedade que são impactadas pelas decisões das entidades. Destaca-se que os participantes são os “principais” dessa relação sobre os quais recaem os riscos da tomada decisão da EFPC e gestores contratados, que são os “agentes” da relação de governança. Para se aprofundar ver Nese (2017).

➤ 1.1. PRINCÍPIOS PARA O INVESTIMENTO POR EFPC

Os princípios para investimentos em FIP pelas EFPC possuem os mesmos fundamentos dispostos no Código de Autorregulação em Governança de Investimentos da Abrapp⁶. Desta forma, ao considerar a alocação do ativo FIP na carteira dos planos sob a sua gestão, as EFPC devem se pautar em:

(i) Conduta Ética: seus profissionais devem evidenciar valores que os distingam como indivíduos probos no desempenho de seus deveres fiduciários ao investir;

(ii) Transparência: desenvolver meios que assegurem que o processo de decisão para o investimento possa ser aferido pelos diferentes *stakeholders* e demonstre as adequadas razões e as expectativas para o investimento de maior risco;

(iii) Integridade: desenvolver processos de monitoramento e controle que possam ser acompanhados no interesse de retornos financeiros aos planos de benefícios complementares, sendo necessário apresentá-los aos *stakeholders*;

(iv) Prestação de contas: compreender que cada agente envolvido possui responsabilidades e seus atos terão consequências no processo de investimento;

(v) Equidade: possuir processo capaz de tratar a todos os *stakeholders* com informações íntegras do processo antes e após a decisão do investimento e/ou desinvestimento, bem como no seu monitoramento;

(vi) Gestão Baseada em Riscos (GBR): investir com foco no longo prazo e fundamentado em razões técnicas, tendo como base o passivo de cada “plano investidor”;

(vii) Compliance: observar as disposições legais e regulatórias, bem como as regras internas da governança das EFPC para o investimento (i.e., o seu processo de investimento); e

(viii) Responsabilidade corporativa: adotar práticas que avaliem as questões sociais, ambientais e de governança na seleção de gestores, administradores e dos ativos investidos.

Os FIPs deverão estar alinhados com os princípios de segurança, rentabilidade, solvência, liquidez e adequação à natureza de obrigações dos planos de benefícios. Para tanto, a EFPC deve possuir processo interno descrito e aprovado por instância superior (Diretoria Executiva ou Conselho

⁶ Para se aprofundar ver ABRAPP SINDAPP ICSS (2016).

Deliberativo), de forma que confira solidez e transparência na decisão de investimento no FIP, no seu monitoramento, além de aderência à Política de Investimentos aprovada pela EFPC.

Embora os maiores interessados sejam os participantes e patrocinadores dos planos de benefícios (e, portanto, as instâncias internas da EFPC devam atuar de forma especialmente cautelosa em investimentos em FIPs), deve-se ter claro que a fiscalização exercida pela Superintendência Nacional de Previdência Complementar (PREVIC) tem sido bastante atenta com relação aos investimentos nessa classe de ativo⁷. Nesse sentido, o processo de decisão sobre o investimento e monitoramento dessa modalidade de fundo de investimento deve ser objeto de cuidados técnicos próprios, devidamente registrados para aferição por parte da referida autarquia, e tão relevante ou mais, dos participantes, dos patrocinadores e demais stakeholders relacionados com a EFPC.

↘ 1.2. EVOLUÇÃO DA INDÚSTRIA DE FIP

A indústria de PE e VC no país não é recente e teve seu início nos anos 80. O primeiro grande ciclo foi em meados dos anos 90, promovido pela estabilização econômica do país com a implantação do Plano Real em 1994 e acelerado com o início do forte processo de privatização a partir de 1995. A partir desse momento, as EFPC iniciaram seus investimentos através do veículo FIP. Entretanto, o final da década de 1990 foi marcado pela “bolha da internet” no mundo e pela forte desvalorização da moeda brasileira. No início dos anos 2000, houve diversas iniciativas para melhorar o ambiente institucional do mercado de capitais brasileiro⁸. Em 2004, a indústria de PE ressurgiu, atraindo novamente os investidores. Os gestores tradicionais voltaram a captar e novas *assets* foram criadas. A partir desse novo ambiente, seria necessário formar um novo ciclo de investimentos para que as novas gestoras construíssem seu histórico de rentabilidade e reputação (*track record*), bem como o desenvolvimento de um mercado secundário mais robusto ou de fundo de fundos no ativo e que permitisse o acesso por investidores institucionais de menor porte ou mesmo pessoas físicas qualificadas para o risco⁹. Assim, as EFPC, diante da tendência negativa das taxas de juros e regulação mais robusta do ativo, com escala para o aporte que permitisse a avaliação e diversificação em ativo ilíquido e de maior risco, retomaram os investimentos em FIP.

⁷ Guia de Melhores Práticas em Investimentos da PREVIC (2019).

⁸ Em 2000 a Financiadora de Estudos e Projetos (Finep), em parceria com o Banco Interamericano de Desenvolvimento (BID) e o Fundo Multilateral de Investimentos (Fomin), lançou o programa Inovar para fomentar a indústria de PE e VC no Brasil e foi fundada a Associação Brasileira de *Private Equity* e *Venture Capital* (ABVCAP).

⁹ A classificação de investidores qualificados está disposta pela Instrução CVM 554 (2014)

Apesar da crise financeira global em 2008, a década foi marcada pelo aumento do poder aquisitivo da classe média e da perspectiva de crescimento econômico do país. Naquele período e nos anos seguintes, surgiram oportunidades de investimentos decorrentes da descoberta do pré-sal e da necessidade de investimentos privados em infraestrutura, que se viabilizariam por meio do veículo FIP. Entretanto, fatores políticos e econômicos na década seguinte se refletiram em nova crise para a indústria de FIP no país. A aversão ao investimento pelas EFPC teve seu ápice nesse período, com FIPs investigados por conflitos de interesses e retornos desfavoráveis às EFPC cotistas destes veículos¹⁰. Contudo, a indústria de FIP continuava seu processo de amadurecimento com participação relevante das EFPC e de investidores institucionais do exterior.

O fato é que, desde 2017, o montante de investimentos em FIP vem aumentando, sendo possível observar fundos com ciclos completos, contemplando o desinvestimento dos ativos. Nesse mesmo período, o número de empresas investidas através deste veículo vem crescendo ano a ano, principalmente, quando observadas as empresas alvo de fundos *venture capital*. A retomada, ainda que em volumes menores de captação em relação à década anterior, é acompanhada da alta dispersão de desempenho da indústria, fortemente concentrada no primeiro quartil de fundos com os maiores retornos, e acentuada pela redução das taxas de juros¹¹. Esse quadro demanda maior capacidade dos investidores para selecionar os melhores gestores de FIPs.

Este cenário da indústria tem possibilitado a análise de dados quantitativos e qualitativos e dos gestores especializados em PE e VC. Com isso, surgiram gestores de fundos especializados em selecionar fundos de PE, bem como gestores de fundo de fundos globais foram atraídos para o investimento no país. Este processo traz robustez ao mercado secundário de FIPs, dando liquidez a cotistas com interesse de saída antecipada dos FIPs, bem como a criação de fundo de fundos de PE e VC que possibilitaram a democratização de acesso a investidores qualificados como as pessoas físicas, bem como de investidores institucionais de menor porte¹².

Apesar do amadurecimento da indústria, as EFPC, por regra, não retomaram seus investimentos em FIP, ainda que permaneçam como maiores investidores em FIP no país, em termos de capital comprometido.

¹⁰ Ver tese de Nese (2017).

¹¹ De acordo com a Consolidação de Dados 2020, disponível em site: <https://www.abvcap.com.br/Download/Estudos/4494.pdf>

¹² Para se aprofundar, ver Capítulo 2, autora Riotto do livro organizado por Giambiagi e Nese (no prelo 2022).

➤ 1.3. CONCEITOS DA INDÚSTRIA DE INVESTIMENTO EM FIP

No Brasil, os investimentos em participações privadas podem ser realizados por meio do veículo Fundo de Investimentos em Participação (FIP). Este fundo de investimento é uma comunhão de recursos destinados à aplicação no capital de sociedades abertas, fechadas ou sociedades limitadas em fase de desenvolvimento. Em todos os casos, o FIP deve ter alguma forma de influência na governança da companhia investida. Cabe ao administrador constituir o fundo e acompanhar a execução das teses do investimento e outros compromissos assumidos pelo gestor conforme estabelecido formalmente no regulamento do FIP. O administrador tem ainda a responsabilidade pela marcação (precificação) dos ativos na carteira do FIP¹³.

Os ativos alvo de investimento de FIP são: a participação no capital de empresas, desde as nascentes – modelos de investimento em VC até as maduras; e ainda aquelas em situação de *distress*¹⁴ – em PE; no segmento imobiliário e em ativos reais como infraestrutura, recursos naturais e florestas. Os FIPs, portanto, são veículos “especializados” para investimentos dessa natureza, diferenciando-se dos demais veículos de investimentos previstos na legislação brasileira. A Figura 1.1 apresenta a estrutura tradicional de um FIP destacando os “principais”¹⁵ seus agentes da governança, bem como os mecanismos de alinhamento de interesses.

13 Conforme Instruções CVM 578 (2016) e 579 (2016).

14 Empresas fortemente depreciadas pela alta alavancagem e incapacidade de cumprir as obrigações com seus credores.

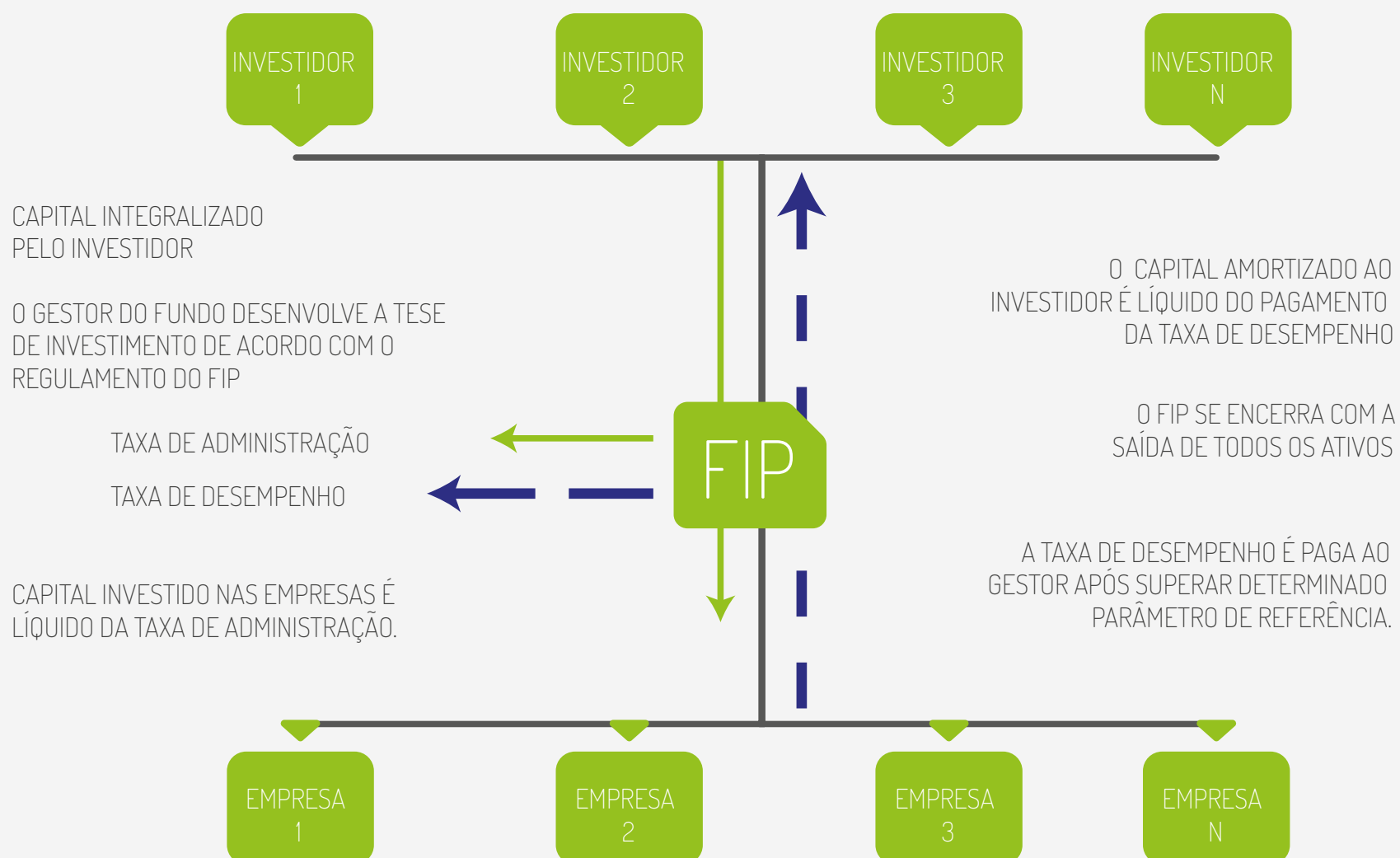
15 O termo “principais” utilizado neste Guia assume a definição da Teoria da Firma de Jensen e Meckling (1976), ou seja, os principais são aqueles que detêm os direitos dos resultados da organização e sobre os quais recaem os riscos pela transferência das decisões do negócio a agentes, que devem atuar no interesse dos principais.

Figura 1.1 – Estrutura tradicional de um FIP

OS INVESTIDORES TÊM O COMPROMISSO DE INTEGRALIZAR CAPITAL NO FIP

O ADMINISTRADOR CONSTITUI
O FUNDO E FISCALIZA

UM CONSELHO CONSULTIVO PODE SER CRIADO
PARA MONITORAMENTO DO FUNDO



OS EMPRESÁRIOS VENDEM PARTICIPAÇÃO NO CAPITAL PARA EXPANSÃO DE SEUS NEGÓCIOS E VALORIZAÇÃO DA EMPRESA

Fonte: Adaptação do GT – Ad hoc FIP a partir da Figura 1.1 do livro organizado por Giambiagi e Nese (no prelo 2022).¹⁶

▪ GOVERNANÇA DO INVESTIMENTO

Os investidores são os “principais”¹⁷ da relação com o gestor do FIP, que é o agente responsável pelo desenvolvimento da tese e das providências relacionadas com as decisões de investimento, desinvestimento e monitoramento das companhias investidas¹⁸. Nessa relação de agência, os investidores têm o compromisso de integralizar o capital no FIP, no interesse de obter alfa

16 Ver Capítulo 1 das coautoras Minardi e Nese do livro organizado por Giambiagi e Nese (no prelo 2022).

¹⁷ Como apresentado na referência 18, os principais são aqueles que detêm os direitos dos resultados da organização e sobre os quais recaem os riscos pela transferência das decisões do negócio a agentes, que devem atuar no interesse dos principais.

18 Os gestores de investimentos, bem como o administrador devem ser autorizados e fiscalizados pela CVM conforme Resolução CVM 21 (2021b).

ou retorno excedente a ativos comparáveis no horizonte de longo prazo e pelo maior risco incorrido com o investimento. Como agente da relação, o gestor deve estar alinhado com o investidor na busca dos melhores retornos para o fundo. O maior retorno ao investidor é determinado pelo valor de venda dos ativos sobre o capital integralizado pelo investidor no fundo. Os termos e condições para o funcionamento do FIP estarão previstos no regulamento do fundo, que é o primeiro mecanismo para definição da governança do fundo e, portanto, de alinhamento de interesses para mitigação de conflitos. Nesse processo de alinhamento, a taxa de desempenho (taxa de *performance*) deve funcionar como um importante mecanismo de governança da relação, pois quanto maior for o retorno ao investidor, maior será o pagamento pelo desempenho do gestor. É comum que seja utilizado um outro mecanismo relevante de alinhamento de interesses: quando o gestor também for cotista do mesmo fundo. Para as EFPC, há determinação regulatória para que o gestor subscreva no mínimo 3% das cotas do fundo¹⁹. O administrador também funciona como agente da relação, na medida em que é o responsável por verificar se a atuação do gestor está em conformidade com o regulamento do fundo e demais obrigações legais, bem como pela precificação dos ativos. Ao administrador cabe a remuneração por meio da taxa de administração pelo serviço, bem como ao custodiante no FIP. As atuais regras regulatórias aplicáveis às EFPC determinam a segregação das funções entre estes três agentes para evitar uma composição que seja lesiva aos cotistas.

▪ RISCOS DE ILIQUIDEZ E ASSIMETRIA DE INFORMAÇÕES

Quanto aos riscos de investimento em FIP, são dois os principais: de iliquidez e de assimetria de informações. Ao alocar valores em um FIP, o investidor não tem como resgatar suas cotas e não sabe ao certo quando e se receberá seu capital integralizado acrescido de retorno esperado. Esses são fatores de riscos inevitáveis para os FIPs, mas amplamente aceitos pelos investidores em todo o mundo e, no Brasil, pela regulação dos investimentos de EFPC. O resgate das cotas se dará com o encerramento do fundo, portanto, incorre-se no risco de iliquidez ao não poder fazer caixa com suas cotas do fundo durante o seu prazo de existência. E, se o fizer no mercado secundário, poderá sofrer desconto no valor investido ao transferir suas cotas. Além disso, é bastante provável que não será recompensado pelos custos iniciais do fundo. Nesse período do fundo, ocorre a chamada curva “J”²⁰. A assimetria de informações se dá, sobretudo, por não

¹⁹ Conforme artigo 23 da Resolução do CMN 4.661 (2018).

²⁰ A curva “J” é o período em que a valorização da cota do fundo é negativa, uma vez que o capital integralizado pelo cotista é reduzido pela taxa de administração e outras despesas previstas. Ocorre que essas despesas diminuem o valor da cota do fundo antes mesmo da valorização dos ativos até sua inflexão, ou por novas integralizações e/ou pela atualização dos ativos a valor justo. Contudo, esses fatores ainda não representam rentabilidade de fato ao cotista, apenas estimativa de valor da cota.

saber ao certo quando terá o retorno do investimento, contudo o investidor tem ciência dos termos e condições de operação do FIP definidos no seu regulamento. Geralmente, quando o investidor decide pelo investimento, ele não sabe quais ativos serão investidos ou se sabe, se estes realmente o serão²¹. Assim, há grande dependência da capacidade do gestor em encontrar as empresas promissoras, comprar com preço adequado, criar valor e vender no melhor cenário. Somente depois, retornará o capital ao investidor – quando se obterá a taxa interna de retorno (TIR) ou múltiplo sobre o capital investido e obter sua *performance* no prazo determinado. Naturalmente, o investidor poderá fazer projeções a partir da tese de investimento, dos segmentos escolhidos etc. De fato, trata-se de um ativo com menor previsibilidade, contudo, capaz de gerar melhores retornos.

▪ DESEMPENHO DO FUNDO

O gestor e sua equipe chave são os especialistas na tese de investimento, devendo possuir *track record* comprovado e devidamente avaliados pelo investidor para sua escolha. A equipe chave do gestor deve ter a capacidade de selecionar e realizar os melhores negócios e elevar a governança, a receita e o lucro, além de avaliar o melhor momento e forma de saída do capital da companhia. O retorno do fundo é calculado a partir de duas formas. A primeira, por meio de múltiplos de números absolutos, considerando o capital retornado ao investidor sobre o capital integralizado ao fundo. Esse retorno é chamado de absoluto ou *cash-on-cash* (na tradução da expressão em inglês, “dinheiro sobre dinheiro”). A segunda, é dada em números percentuais, considerando os fluxos de entrada e saída de capital no fundo ou em seus investimentos. Diferente do retorno absoluto, o retorno percentual considera o tempo de retorno do capital, importante para comparação com o custo de oportunidade e valor do dinheiro no tempo, também denominado de TIR.²²

▪ RETORNO AO INVESTIDOR

Já o capital a ser efetivamente retornado ao investidor é líquido da taxa de desempenho a ser paga ao gestor. Contudo, a taxa de desempenho depende de uma taxa mínima de rentabilidade (em inglês denominada de *hurdle rate*) que corrige o capital integralizado pelo investidor e que resulta no capital prioritário a ser devolvido ao investidor. Essa taxa também é denominada de parâmetro de referência em fundos brasileiros. Importante: a taxa mínima de rentabilidade não é o retorno esperado pelo investidor, tampouco há garantia de retorno. O *hurdle rate* se trata de uma taxa referencial a partir da qual o gestor receberá sua taxa de desempenho. Caso o fundo

²¹ Ver Capítulo 2, autora Riotto do livro organizado por Giambiagi e Nese (no prelo 2022).

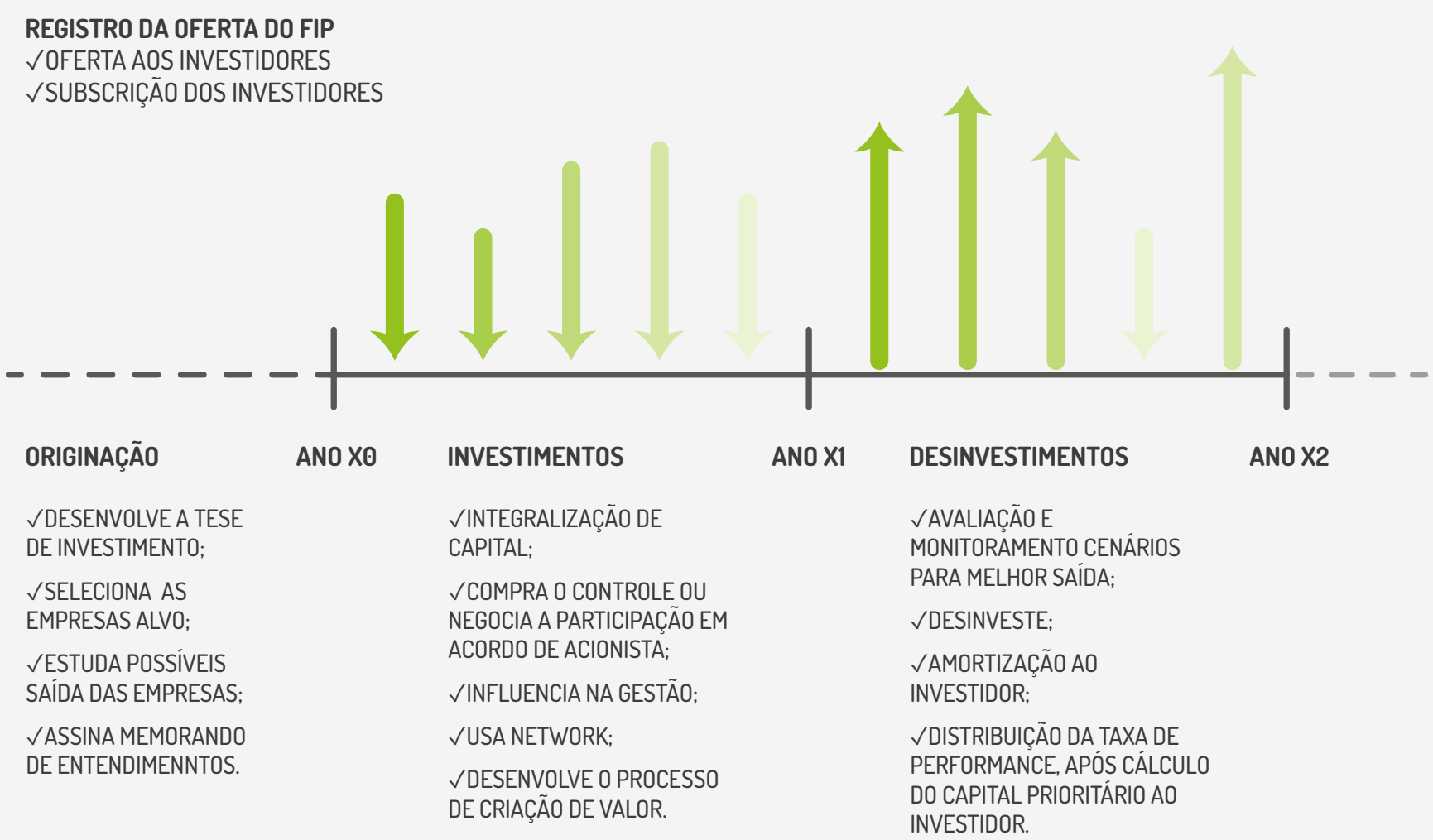
²² Para se aprofundar ver Capítulo 13, autor Ibri do livro organizado por Giambiagi e Nese (no prelo 2022), que trata de Medidas de Desempenho em PE e VC.

possua cláusula de *catch-up*²³, o gestor passa a ser remunerado também sobre o *hurdle rate*. Normalmente, essa taxa mínima de rentabilidade é definida por um indexador de inflação mais uma taxa real de juros. A definição do indexador pode ter relação com o perfil de investidor alvo para o FIP, já a taxa de juros real dependerá do risco do setor das empresas alvo, ou do estágio de maturidade das companhias, ou do segmento dos ativos reais foco da tese de investimento. Importante, a precificação dos ativos no fundo é apenas uma estimativa do valor da empresa, não representando o resultado da avaliação – ou seja, nem perda ou ganho efetivo ao investidor – até o momento da efetiva venda do ativo.

■ FASES DO INVESTIMENTO

A partir destes conceitos, a Figura 1.2 apresenta a complexidade dos riscos para avaliar o investimento em três principais momentos do tempo de vida útil do fundo.

Figura 1.2 – A complexidade dos riscos em FIP até o retorno ao investidor



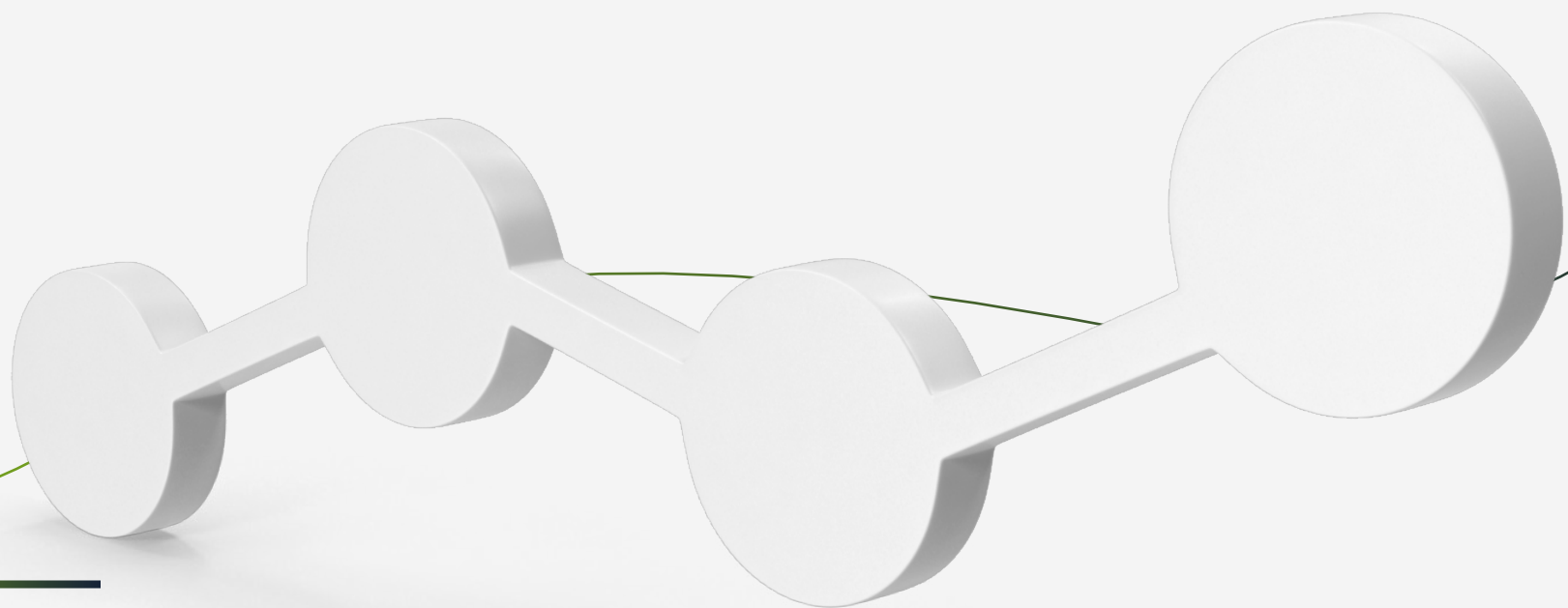
Fonte: Elaboração do GT – Ad hoc FIP.

23 Mecanismo comum nos fundos dos EUA e que passou a ser adotado por alguns fundos no Brasil. Uma vez que o capital prioritário ao investidor é alcançado, o gestor recupera parte desse valor que é pago ao investidor. Exemplo, se o *hurdle* for 8% a.a. e a taxa de *performance* 20%, o gestor deve retornar o capital integralizado pelo investidor corrigido pelos 8% a.a. sobre o prazo que ficou investido, depois ele fica com 20% do valor que exceder o capital prioritário. Com o mecanismo de *catch-up* e desde que obtido o *hurdle*, o gestor recebe os 20% sobre toda a diferença entre o valor integralizado pelo investidor e o capital retornado.

Esse tempo é determinado em regulamento do fundo e, mediante possíveis extensões, ele encerra suas atividades ao fim do prazo. No ano x_0 ainda não há investimento, mas apenas um compromisso do que será feito, nos termos pactuados no regulamento. Do ano x_0 ao ano x_1 , a fase é denominada de investimento do FIP. Nesse período, ocorrem as chamadas de capital para integralização pelos cotistas para aporte no capital das companhias avaliadas e selecionadas pelo gestor. Geralmente, esse período dura quatro anos (conforme fixado no regulamento do fundo). Inicia-se a influência na estratégia da companhia pelo gestor, bem como o desenvolvimento do processo de criação de valor²⁴. Do ano x_1 ao ano x_2 , a fase é denominada de desinvestimento do FIP (prazo em geral de outros quatro anos, conforme o regulamento). Neste momento, depois de efetuada as melhorias nas investidas para aumentar o seu valor, o gestor avalia e monitora os cenários para a melhor saída da empresa do fundo e amortização ao investidor. Entretanto, nem todos os investimentos detidos pelo FIP podem ter a melhor saída. O objetivo central é um resultado global bastante favorável, sendo provável que algumas companhias possuam grande valorização e outras não tenham um bom desempenho ou mesmo percam por completo o seu valor. Assim, é possível que os investimentos em algumas empresas nem devolvam o principal investido, como ilustrado na Figura 1.2.

É importante destacar que o desinvestimento das empresas é praticamente planejado antes mesmo do investimento. As melhores saídas, geralmente, se dão por oferta pública de ações ou *Initial Public Offering* (IPO); por venda estratégica a outra empresa, por meio de fusões e aquisições ou *Mergers and Acquisitions* (M&A), ou venda a outro fundo de investimento. Contudo, podem ocorrer outras saídas, a venda ou recompra pelo empreendedor e o *write-off* (i.e., a contabilização do ativo a zero no fundo). De toda forma, são estratégias utilizadas para que o fundo tenha a liquidez e rentabilidade ao fim do ciclo do fundo e o investidor não receba ativos ilíquidos.

24 Para se aprofundar sobre o processo de criação de valor em empresas alvo de investimentos por fundos de private equity, ver Copeland, Koller e Murrin (2001). No livro organizado por Giambiagi e Nese (no prelo 2022), o autor Gonçalves do Capítulo 8 apresenta dois exemplos brasileiros desse processo.





DISPOSIÇÕES LEGAIS PARA O INVESTIMENTO

O ordenamento jurídico brasileiro é positivado através de normas de conduta que observam regras de formulação segundo estabelecido no processo legislativo, espelhado no artigo 59 da Constituição Federal. Nessas regras de formulação encontram-se os princípios da hierarquia e da especificidade, denotando o primeiro a supremacia da norma superior, que inclusive pode ter o condão de delegar competência para norma inferior, e o segundo cuida de assegurar que norma especial possua força de comando preferencial sobre a matéria por si regulada.

Assim, este Capítulo assinala em sua seção 2.1 os principais normativos a serem observados no processo de investimento e monitoramento de FIPs. Na seção 2.2 apresenta os elementos centrais das responsabilidades do cotista, do gestor e do administrador do FIP que derivam das regras reguladoras da CVM e do contido no regulamento do FIP. Na seção 2.3 conclui o Capítulo ao ressaltar os deveres e responsabilidades dos gestores das EFPC, que são investidos de fidúcia, ou seja, de confiança dos participantes, assistidos e patrocinadores em relação à observância da legislação e à adoção das melhores práticas, na gestão e aplicação dos recursos garantidores dos planos de benefícios.

➤ 2.1. COMANDOS NORMATIVOS PARA AS EFPC

As EFPC devem realizar os investimentos em FIP, observando, primariamente, a conformidade com a Resolução CMN 4661 (2018)²⁵. Os atributos regulatórios do processo de investimento em FIP devem:

- (i) ser adequados para decidir, justificadamente, pela sua indicação na política de investimentos do “plano investidor”;
- (ii) possuir técnico e diligente processo de seleção de segmentos e fundos em si, incluindo a análise dos gestores;
- (iii) possuir “ferramentas” de monitoramento; e
- (iv) prever políticas sancionadoras e de providências de proteção do investimento das EFPC no caso de desvios na condução do FIP (i.e., uma política de consequências).²⁶

Nesse sentido, o art. 4º da Resolução CMN 4661 (2018) prevê que, “*na aplicação dos recursos dos planos, a EFPC deve (...) observar os princípios de segurança, rentabilidade, solvência, liquidez, adequação à natureza de suas obrigações e transparência [e] exercer suas atividades com boa fé, lealdade e diligência*”. O art. 5º da Resolução CMN 4661 (2018) determina que a aplicação dos recursos da EFPC “*deve observar a modalidade do plano de benefícios, suas especificidades, as necessidades de liquidez e os fluxos de pagamentos dos ativos*”. Ainda, conforme a Resolução CMN, as EFPC devem possuir procedimentos e controles internos acerca do processo de análise, seleção e limites, monitoramento e desinvestimento do FIP, “*considerando o porte, a complexidade, a modalidade e a forma de gestão de cada plano por ela administrado*”²⁷ (art. 7º). É importante que as EFPC avaliem a meta atuarial ou a meta de investimentos do “plano investidor” frente à rentabilidade esperada para o FIP e formalizem a análise, ainda que de forma breve.

Ainda no plano dos atributos regulatórios do processo de investimento da EFPC, as análises técnicas devem estar de acordo com os critérios mencionados na Instrução PREVIC 12 (2019), que

25 A Resolução do CMN 4.661 (2018) traz regras, contendo: (i) os atributos que devem possuir o processo de investimento da EFPC, tais como indicados no art. 4º, art. 5º, 7º, 9º, 10, dentre outros) (“atributos regulatórios do processo de investimento”); e (ii) os requisitos objetivos e limites relacionados aos investimentos dessas pessoas jurídicas (“requisitos objetivos”).

26 Tal como indicado no item 57 do Guia PREVIC de Melhores Práticas em Investimentos de 2019, ver PREVIC (2019).

27 O dispositivo é ressaltado no Guia PREVIC – Melhores Práticas em Fundos de Pensão (2010), abaixo transcrito: “38. As avaliações e os controles dos investimentos devem focar os riscos operacional, legal, sistêmico, de mercado, de crédito e de liquidez, bem como a segregação das funções de gestão, administração e custódia. O dirigente precisa ficar atento ao possível conflito de interesses existente entre os diversos prestadores de serviços e as partes envolvidas nas operações.”

dispõe sobre os procedimentos relativos à seleção e monitoramento dos fundos de investimento em geral, trazendo também critérios específicos na aplicação e monitoramentos dos FIP.

Como há um ambiente heterogêneo de EFPC, a regulação admite a contratação de terceiros para empreender as tarefas técnicas relacionadas com a verificação dos atributos regulatórios do processo de investimento e mesmo a terceirização da gestão de investimentos. Nessa linha, o Guia PREVIC de Melhores Práticas em Investimentos de 2019 dispõe que “a EFPC deve avaliar a melhor forma de gestão dos investimentos para o seu perfil de risco, podendo ser gestão própria, gestão terceirizada ou mista, com observância à regulação vigente” (item 5.1).²⁸

A Resolução CMN 4661 (2018) traz requisitos objetivos e limites, que determinam o investimento máximo de até 15% dos recursos garantidores do “plano investidor” no segmento estruturado (que contempla os FIPs) (art. 23, I, “a”) e até 25% do patrimônio líquido do FIP (art. 28, II, “d”).

Além dos normativos acima mencionados, os FIPs são regulados pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM), assim como os seus prestadores de serviço. Dessa forma, faz-se necessário observar as regras da CVM, em especial a Instrução CVM 555 (2014)²⁹ (fundos de investimento em geral), Instrução CVM 578 (2016) (específico para os FIPs), Instrução CVM 579 (2016) (demonstrações financeiras dos fundos de investimento em participação) e Resolução CVM 21 (2021) (exercício profissional de administração de carteiras de valores mobiliários).

É relevante ter como orientação o Guia PREVIC (2019), já mencionado. Embora não seja uma norma, o Guia indica como a autarquia supervisora e fiscalizadora das EFPC entende deva ser a execução da gestão de investimentos. No caso dos fundos de investimento, que naturalmente contempla os FIPs, o Guia recomenda que as EFPC estimulem “os seus gestores de recursos a aderirem a códigos de autorregulação que incentivem boas práticas de mercado, transparência e padrões éticos na governança e na gestão de investimentos” (item 12)³⁰. O Quadro 2.1 apresenta os principais normativos a serem observados no processo de investimento e monitoramento de FIPs, além de delinear as responsabilidades de cada um dos partícipes nesta modalidade de investimento, com destaque aos deveres dos gestores das EFPC.

28 Ver PREVIC (2019).

29 Está em audiência pública uma nova versão da regulação relativa a fundos de investimento (Edital de Audiência Pública 08/20) <http://conteudo.cvm.gov.br/audiencias_publicas/ap_sdm/2020/sdm0820.html>

30 Está em audiência pública uma nova versão do Código de Administração de Recursos de Terceiros da ANBIMA, que contará com um anexo sobre FIP e que substituirá o atual Código ABVCAP I ANBIMA de Regulação e Melhores Práticas para o Mercado de FIP e FIEE. O objetivo é trazer a autorregulação do produto para governança total da ANBIMA, alinhando aos demais códigos da Associação. Entre as novidades, ele traz normas mais claras sobre o processo de seleção, investimento e desinvestimento em FIP, além da melhor definição e divisão de responsabilidades dos prestadores de serviços <https://www.anbima.com.br/pt_br/noticias/codigo-de-administracao-de-recursos-de-terceiros-entra-em-audiencia-publica.htm>

Quadro 2.1 – Principais normativos no processo de investimento em FIPs

LEGISLAÇÃO DE REFERÊNCIA	DISPOSITIVO	ASSUNTO
LEIS		
Lei Complementar nº 109/2001	Art. 9, §1º	Dispõe sobre a competência do CMN para regulamentar a aplicação dos recursos garantidores por EFPC
	Art. 1.011	Dispõe sobre os deveres do administrador de sociedade
Lei nº 10.406/2002 (Código Civil)	Livro III, Título III, Capítulo X ou Arts. 1.368-C a 1.368-F	Dispõe sobre os Fundos de Investimento, com destaque para a possibilidade de limitação da responsabilidade de cada investidor ao valor de suas cotas
		Dispõe sobre o Fundo de Investimento em Participações em Infraestrutura (FIP-IE) e o Fundo de Investimento em Participação na Produção Econômica Intensiva em Pesquisa, Desenvolvimento e Inovação (FIP-PD&I)
Lei nº 11.478/2001	-	
DECRETO		
Decreto nº 4.942/2003	Art. 64	Dispõe sobre o tipo penal administrativo de aplicação dos recursos garantidores em desacordo com as diretrizes do CMN
RESOLUÇÕES		
Resolução CMN nº 4.661/2018	Art. 4º	Dispõe sobre as diretrizes e as responsabilidades daqueles que participam do processo de análise, de assessoramento e decisório sobre a aplicação dos recursos dos planos da EFPC
	Arts. 7º a 12	Dispõe sobre os controles internos, avaliação e monitoramento de risco e conflito de interesse
	Art. 23, inciso I, alínea ‘a’; 27; 28 e 36, § 2º	Dispõe sobre a possibilidade, limites e vedações de aplicação de recursos garantidores em FIPs
Resolução CGPC nº 13/2004	Arts. 3º, 4º e 12	Dispõe sobre a estrutura de governança das EFPC e riscos

INSTRUÇÕES CVM

CVM Nº 555/2014		Dispõe sobre a constituição, a administração das informações dos fundos de investimento
CVM Nº 578/2016	-	Dispõe sobre a constituição, o funcionamento e a administração dos FIPs
CVM Nº 579/2016	-	Dispõe sobre a elaboração e divulgação das demonstrações contábeis dos FIPs

INSTRUÇÕES NORMATIVAS

IN/PREVIC Nº 12/2019	Arts. 2º, 3º, 7º e 8º	Dispõe sobre os procedimentos para seleção de gestores, dos FIPs, bem como para o seu monitoramento
IN/PREVIC Nº 35/2020		Dispõe sobre a operacionalização de procedimentos previstos na Resolução 4.661/2018 e sobre a forma de cumprimento das obrigações em matéria de investimentos junto à Previc.

Fonte: Elaboração dos membros do GT – Ad hoc FIP.

É necessário ressaltar que a estrutura jurídica dos investimentos possui natureza contratual, desdobrando-se por vezes em múltiplas relações jurídicas, de modo que é também fundamental compreender as estruturas de obrigações que se estabelecem nos documentos em que estão assentadas, os quais devem observar as normas estabelecidas no Código Civil Brasileiro, sobretudo a partir da edição da Lei 13.874, de 20/09/2019, denominada Lei da Liberdade Econômica. Essa Lei é assim identificada porque promove os princípios revitalizadores da liberdade econômica, robustecendo a autonomia de vontade das partes e fixando, dentre outros, dispositivos que preveem regras compatíveis com aqueles princípios para aplicação aos fundos de investimentos, gênero dos quais os FIP constituem espécie.

➤ 2.2. RESPONSABILIDADES DO COTISTA E AGENTES NA GOVERNANÇA DO FIP

Os cotistas são os “principais”³¹ da relação estabelecida por meio do regulamento do fundo de investimento com o administrador e o gestor do fundo de investimento³². Sobre os cotistas recaem os riscos do investimento tal como sejam previstos no regulamento do FIP (tipo de ativo, segmento a ser investido etc.), sendo certo que os normativos dão as diretrizes para tomada de decisão de administradores e gestores de fundos de investimentos e, em específico, dos FIPs. Os cotistas possuem a responsabilidade fundamental de aportar os valores que se comprometeram aportar, no volume e prazo determinados nas condições de seu ingresso no investimento, os quais também estão normalmente estabelecidos no regulamento do fundo e no próprio documento de subscrição das cotas. A posição do cotista está reforçada no artigo 1.368-C do Código Civil Brasileiro, conforme disposto na Lei nº 13.874 (2019), na medida em que classifica fundo de investimento como uma comunhão de recursos, constituída sob a forma de condomínio de natureza especial e nesta circunstância, a despeito da regulamentação requerida pela Comissão de Valores Mobiliários, é da essência dos comandos da Lei da Liberdade Econômica que a responsabilidade do cotista esteja limitada ao aporte de recursos que fizer ao FIP (ou seja, ao valor de suas cotas), como assegura o disposto no artigo 1.368-D, parágrafo 1º do Código Civil Brasileiro.

Assim, a EFPC cotista deve atuar com boa-fé e exercer o seu direito a voto no interesse do FIP, abstendo-se de votar em deliberações que possam beneficiá-la de modo particular ou em que tiver interesse conflitante com o do fundo (aplicável também ao seu representante em conselhos ou comitês do FIP – art. 31, *caput*, §§1º e 2º, e art. 38, §3º, Instrução CVM 578/2016). As EFPC, nessa hipótese, deverão informar ao administrador e aos demais cotistas das circunstâncias que impedem seu exercício de voto (art. 31, § 3º, Instrução CVM 578/2016). Na subscrição das cotas, a EFPC deve assinar o boletim de subscrição e o compromisso de investimento, os quais deverão conter os prazos, processos decisórios e demais procedimentos estabelecidos para as chamadas de capital (art. 20 e parágrafos da Instrução CVM 578/2016). As chamadas de capital, desde que observem as normas legais, as regras previstas no regulamento do FIP e o respectivo compromisso de investimento, devem ser atendidas pelos cotistas (art. 20, §1º, Instrução CVM 578/2016). Caberá à EFPC para atendimento das chamadas de

31 Como apresentado na referência 18, o termo “principais” utilizado neste Guia assume a definição da Teoria da Firma de Jensen e Meckling (1976), ou seja, os principais são aqueles que detêm os direitos dos resultados da organização e sobre os quais recaem os riscos pela transferência das decisões do negócio a agentes contratados, que devem atuar no interesse dos principais.

32 Os agentes devem ser autorizados CVM e são fiscalizados pelo órgão conforme Instrução CVM 21 (2021). Para se aprofundar sobre a governança de investidores institucionais e, especificamente, no caso das EFPC e relação de agência nestas organizações, ver Nese (2017).

capital, analisar tais comandos normativos e contratuais.

▪ ADMINISTRADOR

O administrador do FIP é o agente que “*tem poderes para praticar todos os atos necessários ao funcionamento do fundo, sendo responsável pela sua constituição e pela prestação de informações à CVM...*” (art. 36, Instrução CVM 578/2016). As EFPC, no âmbito de seu monitoramento, devem zelar para que o administrador do FIP cumpra a sua função de informar os cotistas e o mercado sobre a situação do FIP, oferecendo dados de forma tempestiva e clara. Será positivo que tal fluxo de informações esteja previsto no regulamento do FIP, pois para cada estrutura de FIP poderá ser necessária uma quantidade maior ou menor de informações.

Obrigações do administrador:³³

- (i) elaborar, em conjunto com o gestor, relatório a respeito das operações e resultados do fundo, incluindo a declaração de que foram obedecidas as disposições desta Instrução e do regulamento do fundo;
- (ii) exercer, ou diligenciar para que sejam exercidos, todos os direitos inerentes ao patrimônio e às atividades do fundo;
- (iii) fiscalizar os serviços prestados por terceiros contratados pelo fundo; e
- (iv) cumprir e fazer cumprir todas as disposições do regulamento do fundo.

▪ GESTOR

O gestor do FIP é responsável por negociar e monitorar os ativos dos fundos, agindo em nome do fundo para realizar as ações necessárias para tal exercício (art. 34, Instrução CVM 578/2016). Nesse sentido, as EFPC devem verificar que o gestor do FIP e a sua equipe-chave possuem *expertise* para tomar as corretas decisões para o fundo, possuindo pessoas com conhecimento e experiência para a administração dos negócios do FIP e do acompanhamento das suas companhias investidas. Caso haja mais de um gestor, o regulamento deverá conter expressamente as obrigações e responsabilidades de cada um. Importante mencionar que o gestor:

- (i) deve possuir, no mínimo, 3% (três por cento) do capital subscrito do fundo (*skin in the game*) (art. 23, § 2º da Resolução CMN 4.661 (2018)); e
- (ii) na hipótese de o regulamento do FIP prever o pagamento de taxa de desempenho, esta deve estar aderente ao contido no art. 34 da Resolução CMN 4.661 (2018).

³³ Obrigações disciplinadas no art. 39 da Instrução CVM 578/2016

As obrigações do gestor (sendo certo que este é responsável por fornecer aos cotistas):³⁴

- (i) atualizações periódicas com informações objetivas sobre os estudos e análises que permitam o acompanhamento dos investimentos realizados, objetivos alcançados, perspectivas de retorno e identificação de possíveis ações que maximizem o resultado do investimento; e
- (ii) estudos e análises de investimento para fundamentar as decisões a serem tomadas em assembleia geral, incluindo os registros apropriados com as justificativas das recomendações e respectivas decisões, caso o cotista assim requeira.

▪ CONSELHOS CONSULTIVOS E COMITÊS TÉCNICOS

Conselhos consultivos, comitês técnicos ou de investimentos podem ser constituídos e compostos por representantes dos cotistas e da administração e gestão do FIP, com escopo de analisar as atividades do fundo, possibilitando um full disclosure de informações acerca das atividades do FIP e dos objetivos traçados pelo gestor para o fundo³⁵. Contudo, esses colegiados não podem ter competência sobre as decisões de investimento, sobre a gestão ou administração do FIP. As competências dos colegiados, do gestor, do administrador e demais prestadores de serviços deverão estar claras no regulamento. Esses colegiados poderão possuir funções analíticas para verificar conflitos de interesses e facilitar a compreensão e encaminhamento das matérias a serem levadas à assembleia para aprovação, tal como prevê a regulação da CVM³⁶. A presença do cotista nesses colegiados deve ser vista com uma cautela adicional, que pode fazer sentido em casos específicos. O Quadro 2.2 apresenta resumos dos principais normativos sobre as responsabilidades dos agentes em FIP.

34 Obrigações disciplinadas no art. 40 da Instrução CVM 578 (2016)

35 O art. 38 da Instrução CVM 578 (2016) prevê que, “sem prejuízo das responsabilidades de cada um dos prestadores de serviços de administração do fundo, podem ser constituídos, por iniciativa dos cotistas, do administrador ou do gestor, conselhos consultivos, comitês técnicos ou de investimentos”.

36 O art. 38, §2º, Instrução CVM 578 (2016) determina que “a existência de conselhos e comitês não exime o administrador ou o gestor da responsabilidade sobre as operações da carteira do fundo”.

Quadro 2.2 – Resumo dos normativos sobre responsabilidades dos agentes em FIP

LEGISLAÇÃO DE REFERÊNCIA	DISPOSITIVO	ASSUNTO
Gestor	Capítulo VI, Seções I e III, da IN/CVM nº 578/2016	Dispõe sobre as principais responsabilidades do Gestor do FIP
Administrador	Capítulo VI, Seções I e II, da IN/CVM nº 578/2016	Dispõe sobre as principais responsabilidades do Administrador do FIP
Cotista	As estabelecidas no Regulamento do FIP e, especialmente, as do Artigo 24, da IN/CVM nº 578/2016	Dispõe sobre as principais responsabilidades do Cotistas do FIP

Fonte: Elaboração dos membros do GT – Ad hoc FIP.

O regulamento do fundo deve trazer a indicação de cada um dos prestadores de serviço e da equipe-chave do gestor, assim como deve disciplinar as obrigações e as responsabilidades de cada prestador de serviço do FIP em adição às regras da CVM e adequadas ao caso concreto. O regulamento do FIP deve conter todas as informações relativas à política de investimentos, às responsabilidades dos cotistas, administrador e gestor e à oferta, devendo estar aderente às Instrução CVM 578 e às regras específicas da Resolução CMN 4661 (2018) para esse tipo de investimento³⁷. É importante que a EFPC verifique se o FIP contém os elementos que o qualificam como “entidade de investimento”, conforme disposto no art. 5º da Instrução CVM 579 (2016) e referido no art. 23, § 1º da Resolução CMN 4661 (2018).

É importante que o regulamento estabeleça as vedações impostas ao administrador e ao gestor, conforme art. 43 da Instrução CVM 578 (2016). Ainda, salvo aprovação em assembleia geral pelos cotistas, é vedada a aplicação de recursos do FIP em títulos e valores mobiliários de companhias nas quais participem o administrador, o gestor, os membros de comitês ou conselhos criados pelo fundo e cotistas titulares de cotas representativas de 5% do patrimônio do fundo, seus sócios e respectivos cônjuges, individualmente ou em conjunto, com porcentagem superior a 10% do capital social votante ou total, assim como quaisquer das pessoas acima que estejam envolvidas, direta ou indiretamente, na estruturação financeira da operação ou que façam parte de órgãos da administração da companhia investida. (art. 44, *caput*).

37 Conforme disciplinado pelo Guia Previc – Melhores Práticas em Fundos de Pensão (2010): “44. Cabe aos dirigentes avaliar e conhecer os regulamentos dos fundos de investimento previamente às alocações, identificando os riscos inerentes às operações previstas nos regulamentos, verificando a correta classificação das cotas ou ativos investidos pelos fundos nos diversos segmentos de aplicação, bem como a adequação aos normativos vigentes e à política de investimento do plano de benefícios.”

De igual forma, salvo aprovação em assembleia geral pelos cotistas, é vedada a realização de operações, pelo FIP, em que esse figure como contraparte de companhias nas quais participem as pessoas acima indicadas, exceto:

- (i) em operações com a finalidade exclusiva de realizar a gestão de caixa e liquidez do fundo; e
- (ii) desde que expresso no regulamento e quando realizado por FIP que invista, no mínimo, 95% em um único fundo (art. 44, §§ 1º e 2º).

Vale mencionar que, no processo de decisão pelo investimento em cotas do FIP, as EFPC devem avaliar os prestadores de serviço do fundo de investimento, analisando segregação das funções e eventuais conflitos de interesses (art. 11 da Resolução CMN 4661 (2018)). É necessário que a análise desses critérios esteja formalizada, ainda que de maneira sucinta.

↘ 2.3. CONDUTAS DOS GESTORES DAS EFPC

Uma das diferenças mais importantes dos que atuam na gestão de investimentos, é a sua capacidade de gestão ativa, buscando retornos atrativos quando comparados com ativos tradicionais, como títulos de renda fixa e ações. Contudo, para serem bem-sucedidos, dependem de uma estrutura de tomada de decisão disciplinada, onde as atribuições e o processo de investimentos estejam claramente definidos. Cada EFPC deverá estruturar o seu processo de investimento. Em geral, os colaboradores da EFPC, de forma individual (analistas), fazem as aferições técnicas e os órgãos colegiados (comitês ou equivalente) tomam as decisões e empreendem a supervisão do investimento. Para isso, há necessidade de processo rigoroso, fundamentado em análises completas e de forma disciplinada. Do contrário, a organização tenderá a seguir os altos e baixos que a maioria, sem a devida estrutura e preparo, vem executando.

As EFPC devem possuir habilidades próprias para a gestão ativa no processo de investimentos em FIP, devendo ser ressaltado que os gestores de EFPC atuam de forma fiduciária, ou seja, sob a confiança dos participantes, assistidos e patrocinadores em relação à observância da legislação e à adoção das melhores práticas na gestão e aplicação dos recursos garantidores dos planos de benefícios para os quais essas partes fazem (ou fizeram) aportes. Para a efetivação dos atributos regulatórios do processo de investimento e dos requisitos objetivos e limites relacionados aos investimentos das EFPC, recomenda-se que seja aprovado, pelas

instâncias de governança própria de cada entidade, um manual ou equivalente, que consolide as regras reguladoras aplicáveis em conjunto com os parâmetros internos estabelecidos pela própria EFPC (comandos derivados da Política de Investimentos e das suas regras de governança). Esse manual ou equivalente deverá descrever as etapas de seleção, análise, decisão, monitoramento e políticas de consequências, bem como deverá indicar a forma de registro dessas etapas³⁸. É relevante que esse documento interno informe quais são os responsáveis da EFPC em cada etapa, indicando as suas competências (analítica, consultiva, decisória e/ou de monitoramento) para a identificação da respectiva responsabilidade. Deve-se ressaltar que tais atribuições podem ser delegadas a prestadores de serviços externos, que poderão atuar e terão a responsabilidade respectiva.³⁹

Como cotista do FIP, a EFPC deve verificar se o fundo foi devidamente constituído e registrado perante a CVM e os prestadores de serviço do fundo estão devidamente autorizados por essa autarquia de supervisão do mercado de capitais. A partir da Lei de Liberdade Econômica, há recomendações adicionais após a publicação da nova resolução de fundos de investimento pela CVM⁴⁰. As EFPC devem estar atentas às formas de destituição e substituição dos prestadores de serviço do FIP, sendo cuidadosas na verificação dos quóruns contidos no regulamento do fundo⁴¹. Como se trata de um investimento para muitos anos e com baixa liquidez, eventual desalinhamento com os prestadores de serviços do FIP (sobretudo com o gestor) precisa ter meio de ser revertido, inclusive, com a sua substituição.

Importante confirmar se o gestor e o administrador são associados à ANBIMA e aderentes aos Códigos da ANBIMA⁴² e, em específico, do anexo que trata dos FIPs no novo Código de Administração de Recursos de Terceiros da ANBIMA,⁴³ que contém regras de melhores práticas de governança e gestão deste ativo, alocando as responsabilidades de forma adequada para as partes envolvidas. Embora não seja uma imposição regulatória, essa confirmação parece ser uma boa prática para as EFPC, em linha com o indicado pelo Guia PREVIC de Melhores Práticas em Investimentos⁴⁴.

38 Ver art. 7º, § 2º da Resolução CMN 4661/2018 e item 52 do Guia PREVIC/2019.

39 Conforme art. 4º, § 2 da Resolução CMN 4661/2018]

40 Nesse caso, os gestores das EFPC devem priorizar investimento em FIP que contém o sufixo “Responsabilidade Limitada”. No regulamento do FIP, devem estar tratadas: (i) a definição da responsabilidade limitada dos cotistas ao valor de suas cotas subscritas; e (ii) a aplicação das regras de insolvência civil, na hipótese de o administrador verificar patrimônio líquido negativo no fundo.

41 O art. 29, §2º da Instrução CVM 578/2016 fixa, no mínimo, a metade das cotas subscritas.

42 Ver item 12 do Guia PREVIC/2019.

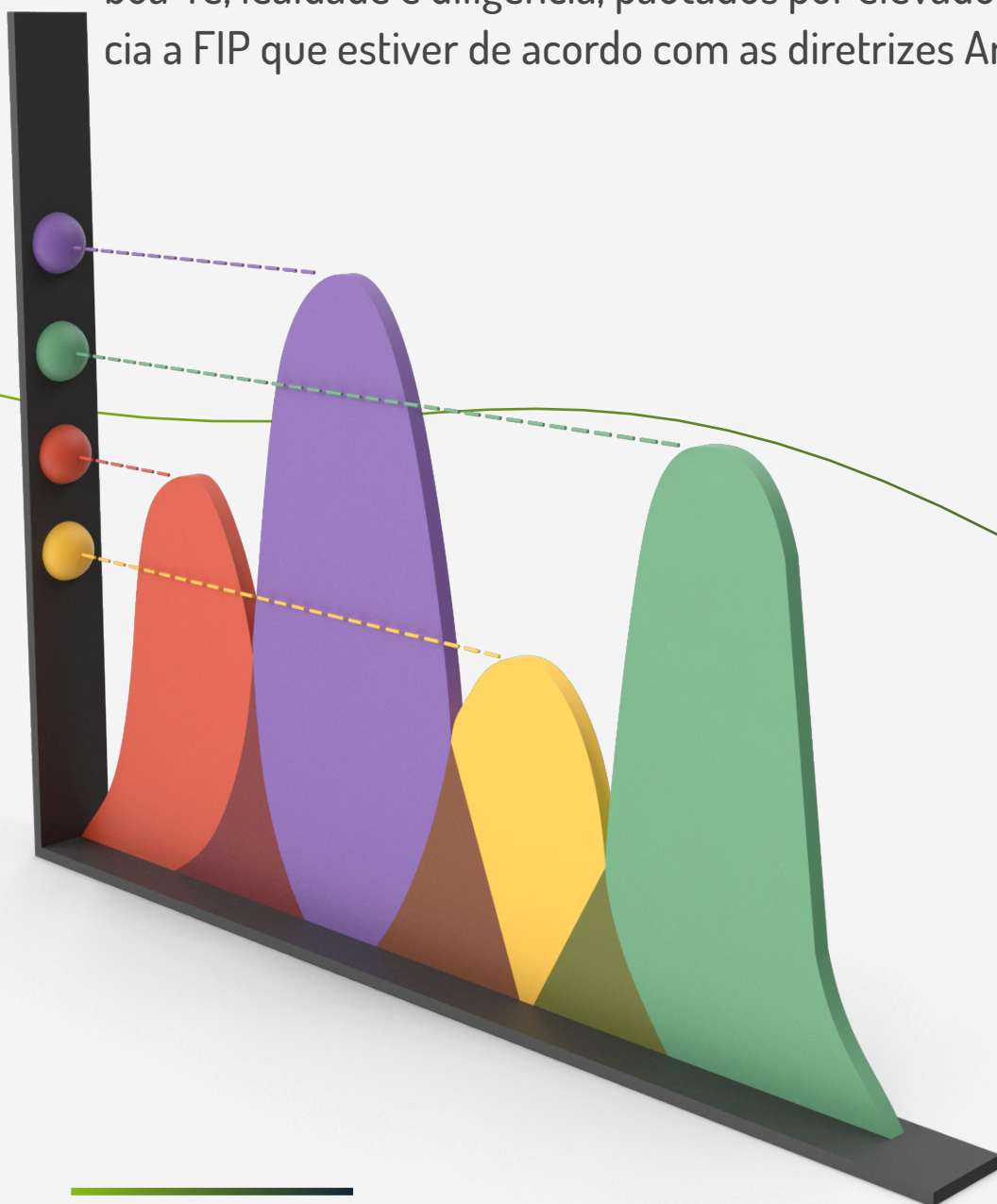
43 O novo Código da ANBIMA entra em vigor a partir de 03/01/22 e o anexo específico para FIP a partir de 2 de março. Esse prazo de maior adaptação para FIP, decorre do anexo substituir o atual Código de FIP, em parceria com a ABVCAP que deixa de existir em dia 1º de janeiro de 2022.

44 Ver PREVIC (2019).

As EFPC deverão verificar se os encargos previstos no regulamento no FIP estão compatíveis com expectativa de retornos. As entidades devem garantir que o regulamento do fundo ofereça meios de monitoramento da gestão pelo cotista, aferindo-se o risco e o retorno dos investimentos feitos pelo fundo⁴⁵ ao longo do tempo.

Se as EFPC possuírem assento em órgãos colegiados do FIP, deve haver a alocação de atenção na análise das matérias a serem discutidas nesses órgãos⁴⁶, sendo certo que a posição do cotista não substitui a competência regulatória legal do gestor.

Por fim, necessário que todos aqueles que participam do processo de definição do investimento, ajam com observância aos princípios de segurança, rentabilidade, solvência, liquidez, adequação à natureza de suas obrigações e transparência, exercendo suas atividades com boa-fé, lealdade e diligência, pautados por elevados padrões éticos, bem como dar preferência a FIP que estiver de acordo com as diretrizes Ambientais, Sociais e de Governança-ASG.⁴⁷



⁴⁵ Tal como indicado no Manual do Novo Código de Autorregulação em Governança de Investimentos ABRAPP-SINDAPP-ICSS, página 27.

⁴⁶ Em especial, observando-se os critérios indicados nos arts. 2º, 3º e 4º da Instrução PREVIC 12 (2019)

⁴⁷ Conforme os princípios da Resolução CGPC 13/2004; abrangendo as responsabilidades sobre os que atuam no processo de investimento em EFPC nos termos do artigo 4º da Resolução CMN 4.661/2018; art. 10, § 4º da Resolução e Guia PREVIC de Melhores Práticas em Investimentos na previdência complementar fechada (2019). Item 96, pág. 17.

03 RAZÕES PARA AVALIAÇÃO DO FIP NO PORTFÓLIO DAS EFPC

Investidores institucionais bem-sucedidos são consistentes com princípios de gestão de carteira testados ao longo do tempo. Significa afirmar que possuem fundamentos eficazes na obtenção do retorno esperado. A diversificação na alocação dos ativos é um desses fundamentos e vem de longa data com a Teoria de Carteiras⁴⁸. Ela permite a combinação de ativos que em conjunto, proporcione retorno superior para determinado nível de risco, ou menor risco para dado retorno. Além disso, a maior diversificação se justifica pela cautela que se deve ter no risco da concentração das carteiras. Em situação da concentração de ativos, o desempenho da carteira não responde de forma diferente às forças de mercado e não permite a proteção frente a cenários adversos. Esse fato, ilustra a importância de se avaliar a alocação de ativos de maior risco e não correlacionados, como os fundos de *private equity* e investimentos em ativos reais que utilizam o veículo FIP.

Nesse sentido, o regulador reforçou a relevância do uso da diversificação para a possibilidade de alocação ótima dos ativos⁴⁹, ao dispor de classes de maior risco às EFPC como os estruturados que incluem o veículo FIP e diligência no processo de avaliação para se considerar o ativo. Ocorre que, além de fatores de mercado, há fatores específicos dos planos sob a gestão das EFPC que justificam a necessidade de menor ou maior risco, bem como da própria estrutura da EFPC que explique sua capacidade para considerar o investimento. Assim, após esta breve introdução, a seção 3.1 trata da avaliação da necessidade de maior risco pelo plano, ao considerar o investimento em FIP. A seção 3.2 destaca a estrutura interna da EFPC adequada ao risco. Por último, a seção 3.3 endereça a forma de entrada no veículo FIP que explique a dedicação do tempo da equipe, até a contratação de consultor de investimento para monitorar e controlar o ativo⁵⁰.

48 A teoria de carteiras propõe a construção de uma fronteira eficiente a partir de diferentes níveis de risco e retorno para as respectivas combinações de ativos. Para se aprofundar mais, ver Markowitz (1952).

49 Em linha com o princípio da diversificação a Resolução CMN 4661 (2018) dispõe as diretrizes de alocação em classes de ativos a partir das necessidades do passivo dos planos de benefícios e trouxe inovações como a determinação do gestor de FIP ser também cotista do mesmo Fundo, entre outras novas regras.

50 Consultores de investimento devem ser autorizados e fiscalizados pela CVM conforme Instrução 19 (2021a). Esses consultores também podem atuar como Gatekeepers termo em inglês para consultores especializados em dar suporte para investidores institucionais de forma customizada a até mandatos na forma de originação, due diligence e monitoramento dos investimentos de gestores de fundos.

➤ 3.1. FUNDAMENTOS PARA AVALIAÇÃO

É importante uma abordagem holística sobre o investimento em fundos de *private equity* e em ativos reais que utilizam o veículo FIP, considerando não apenas as características específicas do ativo, mas, também, compreendendo a pertinência da classe de ativos dentro da alocação estratégica com base no passivo dos planos da EFPC. Sob essa perspectiva, antes da análise específica de um produto, é necessário compreender se esta classe de ativos está aderente ao objetivo, filosofia e estratégia de investimentos de cada plano sob a gestão da EFPC, por meio do *Asset and Liability Management* (ALM).

Os fundos de *private equity* e de ativos reais que utilizam o veículo FIP são considerados investimentos alternativos pela iliquidez e menor transparência quando comparados com ativos negociados em bolsa. O risco de liquidez decorre da alocação de recursos pelo fundo, principalmente, em empresas ainda fechadas, que não têm ações negociadas em bolsa e pela maior complexidade de compreensão geral. Além disso, possuem menor transparência que ativos líquidos, pois o retorno gerado pelo fundo somente será observado no longo prazo e ao fim do ciclo do investimento, com a venda ou saída dos ativos.⁵¹

A diversificação trazida por meio de investimentos alternativos como os FIPs pode representar uma otimização da relação risco versus retorno do portfólio. A vasta literatura sobre investidores institucionais como *endowments* e fundos de pensão no exterior, definem as alocações em fundos de *private equity*, *venture capital* e ativos reais como relevantes, pois permitem retorno superior e de baixa correlação a um *benchmark* de mercado e, ao mesmo tempo, representam redução do risco da carteira como um todo pela combinação de ativos⁵². O Quadro 3.1 recomenda aspectos principais para a avaliação de investimentos em PE e em ativos reais ilíquidos estruturados mediante o veículo FIPs.

51 Conforme Capítulo 1, coautoras Minardi e Nese do livro organizado por Giambiagi e Nese (no prelo 2022).

52 David Swensen, ex-*Chief Investment Office* (CIO) do *endowment* da Universidade de Yale, destaca a filosofia de investimento do *endowment*; a necessidade de disciplina e horizonte de longo prazo. Especificamente para os fundos de *private equity*, a importância da seleção de gestores no processo de investimento. O motivo decorre da assimetria de informações entre investidor e gestor, bem como as peculiaridades de cada setor onde se apresentam os diferentes “ativos de valor”, para se aprofundar ver Capítulo 4 de Swensen (2014).

Quadro 3.1 – Principais aspectos para a avaliação de investimentos em FIP por EFPC

ASPECTOS PARA AVALIAÇÃO DE FIP POR EFPC

- os limites de alocação estabelecidos na Política de Investimentos da EFPC;
- o planejamento/projeção de curto, médio e longo prazo, contemplando os compromissos, aportes, dividendos, desinvestimentos e outros da carteira consolidada dos FIPs, visando o enquadramento constante dentro dos limites de alocação da política de investimento;
- o alinhamento das características dos ativos que compõe os fundos em estudo com os objetivos estratégicos de cada plano previdenciário. Neste sentido, minimamente devem ser analisados:
 - › os tipos de fundos: florestais, infraestrutura, *private equity*, *venture capital*, recursos naturais, imobiliários, *distressed* e outros;
 - › a relação risco *versus* retorno, prêmio de risco sobre outras classes, volatilidade, iliquidez e impactos da curva “J”⁵³ nos planos de benefícios;
- a aplicação de conceitos de gestão de portfólio na carteira consolidada dos FIPs ou fundos isolados que permita a diversificação de:
 - › tipos de fundos, setores, ciclos econômicos, estágios (*greenfields*, *brownfields*)⁵⁴, teses de investimentos (VC, *growth*, *buyout* e outros ativos reais)⁵⁵ e outros e se necessária a aplicação de limites de concentração;
- o planejamento/execução de investimentos constantes (anuais) sempre que possível, consideradas as restrições de ofertas, visando a exposição dos ativos em diversos ciclos econômicos;
- os impactos da curva “J” da cota dos FIPs nos planos de contribuição definida (CD) com perfis de investimentos.

Fonte: Elaboração do GT – Ad hoc FIP.

53 A curva “J” decorre da variação negativa da cota na fase de investimento, para aprofundar ver seção 1.3.

54 *Greenfield* são investimentos em projetos em desenvolvimento como real estate, infraestrutura ou floresta, já os projetos desenvolvidos são denominados de *brownfield*. Os investimentos *greenfield* têm maior risco, porém, maior retorno potencial, na medida em que os riscos de desenvolvimento vão sendo solucionados. Vários dos projetos *brownfield* têm receitas recorrentes, se assemelhando a retornos de renda fixa, embora corram risco de capital. Para se aprofundar ver Capítulo 1, coautoras Minardi e Nese do livro organizado por Giambiagi e Nese (no prelo 2022).

55 Os investimentos em *Private Equity* (PE) por meio dos FIPs podem ser efetivados por meio de diferentes teses: *Venture Capital* (VC) – empresas em fase inicial e com grande potencial de disrupção, como as de tecnologia; *Growth* – classe de forte crescimento e que se assemelha com aspectos de VC; *Buyout*: – oposto ao VC e ao *Growth Capital*, pela forte mudança na liderança da companhia adquirida pelo fundo. Para se aprofundar, ver Capítulo 9, coautores Caputo e Rosatelli do livro organizado por Giambiagi e Nese (no prelo 2022).

↘ 3.2. ESTRUTURA INTERNA DA EFPC

Por intermédio de um único FIP, ou de uma pequena quantidade de FIPs, é possível o acesso a múltiplas empresas e setores, nos mais variados mercados e estágios de maturação. Neste sentido, geralmente, não se deve esperar da EFPC um conhecimento técnico e especializado dos ativos investidos – sendo esta uma responsabilidade e função intrínseca ao Gestor do veículo. Desta forma, deve-se atentar para que a EFPC não busque reproduzir, internamente, a tecnologia e conhecimento específico do ativo, sob pena da necessidade de uma equipe quase tão robusta quanto a do próprio Gestor – que recebe uma remuneração para este fim.

Por outro lado, a ausência de conhecimento técnico e especializado nos ativos investidos não deve ser confundida com ausência de capacidade crítica das informações dos ativos. A EFPC, independentemente do tamanho de sua estrutura interna, deve contar profissionais de elevado poder crítico, no sentido de analisar/questionar as informações do Fundo – mais sob a ótica de investidor financeiro (foco no portfólio, visão abrangente do produto, ainda que sem participação em Comitês de Investimento e sem participação direta na gestão do ativo), e menos sob uma ótica de investidor estratégico (foco individual em ativos específicos, com participação em Comitês de Investimento e alguma participação na gestão do ativo).

O tamanho da equipe está diretamente relacionado à filosofia ou objetivo do investimento por parte da EFPC. Caso a EFPC, seguindo padrões internacionais, adote a filosofia de investidor financeiro, é possível uma estrutura minimizada, na medida em que o monitoramento dos investimentos ganha escala. A EFPC numa postura de investidor estratégico, de fato, necessitará de uma estrutura robusta e suficientemente técnica para que se cumpra este objetivo. Ressalta-se que esta não é a prática internacional nos investimentos de fundos de *Private Equity*⁵⁶.

Mais uma vez, é importante ressaltar que criticar e analisar informações não significa, no caso do investidor financeiro, um conhecimento amplo e irrestrito da gestão das companhias investidas, tampouco do próprio caixa do Fundo – sendo estas funções do gestor e administrador, respectivamente. De fato, não é função do investidor financeiro de um FIP o controle minucioso do caixa de um FIP. Recomenda-se, ainda, uma estrutura de apoio (ainda que não integralmente dedicada para FIPs), como equipe jurídica, de risco e *compliance*, que poderão auxiliar a gestão não somente em momentos de deliberação, mas no dia a dia da gestão do ativo.

⁵⁶ A exemplo do endowment de Yale e outros institucionais. Para se aprofundar ver Lerner (2014).

Caso existam limitações a respeito da estrutura interna, deve-se aventar a hipótese de terceirização, na medida em que existem assessorias independentes e especializadas tanto na seleção, quanto no monitoramento destes ativos. Contudo, deve-se atentar para a terceirização das atividades não sobreponha as obrigações da EFPC na gestão de seu portfólio⁵⁷. Outra possibilidade para limitações de estrutura é concentrar esforços em fundo de fundos, produtos nos quais, por meio de um único veículo, o investidor pode possuir acesso a múltiplos gestores, múltiplos veículos, nos mais variados setores, estágios de maturação e geografias. Desta forma, fica ainda potencializado o ganho de escala na gestão e monitoramento da carteira.

↘ 3.3. FORMA DE ENTRADA NO INVESTIMENTO

Na avaliação e decisão pelo investimento em FIP, é tarefa essencial a escolha pelos melhores gestores de investimento. Investidores sem o suporte adequado geram resultados desfavoráveis e criam oportunidades para outros investidores mais bem preparados⁵⁸. A depender da estrutura interna da EFPC e dos objetivos de diversificação, há oportunidades adequadas para acesso ao veículo FIP. Enquanto investir em FIPs pode significar um retorno superior e de baixa correlação com um *benchmark* de mercado, esse resultado somente é obtido quando há tempo suficiente para se entender como os mais bem-sucedidos investidores acessam esta indústria. Para as diferentes teses de investimentos em FIP, há tanto a forma direta como a indireta de acesso ao veículo. Na forma direta, a própria EFPC pode escolher os gestores de fundos que investem diretamente nos ativos. Por outro lado, ela pode terceirizar este processo e pagar para outro gestor de investimento⁵⁹.

É natural haver vantagens e desvantagens tanto em uma quanto em outra forma de acesso ao veículo FIP. Enquanto na direta há o risco de conflito de agência da relação EFPC-gestor de FIP na alocação dos recursos, na indireta esse risco se potencializa com intermediários, EFPC-gestor do fundo-gestores de FIPs. Para as EFPC que estão avaliando o investimento em FIP, ou aquelas que já investem e estão com capacidade limitada para internalizar recursos, como detalhado na seção 3.2, a forma indireta através de gestores de fundo de fundos pode representar vantagens superiores a seu portfólio. Como adição de valor, esses gestores possuem a capacidade de originação com os gestores de FIPs, e geralmente, não incorrem em custo adicional em investimentos, reduzindo o custo global da estrutura de fundo de fundos à EFPC. Além disso, o

⁵⁷ De acordo com a Res. CMN 4.661 (2018).

⁵⁸ Para se aprofundar ver Capítulo 10 de Swensen (2014).

⁵⁹ Para as EFPC poderia ser um fundo multimercado que investe em FIPs.

relacionamento direto com os gestores dos fundos investidos traz conhecimento que podem ser internalizados à prática das EFPC, diminuir a dependência do fundo de fundos e reduzir as taxas de administração⁶⁰.

Contudo, nem todos os gestores de FIP desempenham da mesma maneira. Na verdade, são poucos os conseguem de fato ter bom desempenho. Já os que conseguem, obtêm altos retornos e com persistência por meio de fundos sucessivos⁶¹. Estes gestores são os que mantêm a consistência em sua estratégia, evitando desvios ao longo do caminho. Aos investidores que identificaram os melhores gestores após criterioso processo e desejam aportar recursos neles, cabe a tarefa de acessá-los. Porém, isso leva intensiva diligência do time de investimentos e longo tempo na construção de confiança com o gestor de fundo de *private equity* e de ativos reais ilíquidos, diferente dos investimentos em ativos tradicionais. São significativos também os custos com taxa de administração, taxa de desempenho, e outros. Não somente isso, esses investimentos passam por ciclos econômicos. Por esse motivo, os investidores precisam ter a disciplina do compromisso do investimento em múltiplas gerações ou safras de FIPs. O Quadro 3.2 apresenta a comparação das formas direta e indireta de acesso ao veículo FIP.

Quadro 3.2 – Comparação das formas direta e indireta de acesso ao veículo FIP

FORMAS ^(a)	CARACTERÍSTICAS			
	Custos	Tamanho ^(b)	Diversificação	Liquidez
Direta	altos	alto	baixa	não há
Indireta	médios	médio	alta	não há

Notas: (a) há outras formas de acesso a companhias fechadas que não através de FIP em que os custos são mais altos, porém, o ticket é muito menor, a diversificação é mais alta e há liquidez. Dois exemplos, empresas listadas em bolsa com o propósito de investirem no capital de empresas fechadas e vendê-las depois. No Brasil, estão sendo oferecidos BDRs desse tipo de companhia. E, embora ainda não previsto na legislação brasileira, há uma classe de ativos que vem crescendo fortemente nos EUA, em que a companhia vai à IPO com o objetivo de aquisição de companhias fechadas: são as companhias denominadas em inglês de Special Purpose Acquisition Company (SPACs). Para se aprofundar ver Cap. 9 de Giambiagi e Nese (2022); (b) volume de recursos para aporte no fundo.

Fonte: Elaboração do GT – Ad hoc FIP.

60 Ver Capítulo 9, coautores Caputo e Rosatelli do livro organizado por Giambiagi e Nese (no prelo 2022).
61 Para se aprofundar sobre estes estudos ver Capítulo 15, coautores Minardi e Kanitz do livro organizado por Giambiagi e Nese (no prelo 2022), ao destacar maior dispersão e persistência de retornos superiores entres gestores de PE nos EUA e mais recentemente em FIPs no Brasil.

Além da EFPC avaliar a forma adequada a sua estrutura interna, se direta ou indireta em FIP, é importante que considere outras possibilidades de acesso. Por exemplo, a forma primária ou secundária. Na primária, como já apresentado neste capítulo, o investidor assume a curva “J”, bem como o maior risco pelo compromisso de investimento antes mesmo do gestor ter feito o primeiro investimento. Porém, dada a entrada na fase inicial do fundo, o cotista capturará todos os ganhos do fundo até seu encerramento.

No mercado secundário, ao invés de comprar cotas de fundos que estão sendo lançados, o investidor compra cotas de investidores que precisam vender suas posições, na maior parte das vezes por problemas de liquidez ou de enquadramento regulatório. Assim, apesar de entrarem em momento em que já houve alguma valorização, acabam tendo a vantagem de desconto no valor da cota. Essa modalidade tem menos risco que o investimento primário, pois envolve menos tempo em que o capital fica ilíquido, em geral tem retorno mais baixo. Se o mercado secundário não estiver bem desenvolvido, a exemplo do Brasil, ainda podem surgir oportunidades interessantes de aquisições de cotas subavaliadas.

Desta forma, assumindo que se conclua o fundamento para alocar determinado percentual da carteira do plano a ser investido em FIP, cabe à EFPC compreender qual é a forma mais adequada à sua estrutura para acessar o investimento e monitorá-lo. A partir dessa escolha, investir nos melhores gestores de forma disciplinada, permitindo passar pelos diferentes ciclos e capturar os maiores retornos ao plano ao longo do tempo.



04

ASPECTOS ANTES DO INVESTIMENTO

O caminho mais recomendado para o investimento em FIP pela EFPC deve estar fundamentado na existência de uma equipe interna qualificada ou que conte com apoio de prestadores de serviços externos especializados. Essa estrutura deve ter como objetivo os interesses e propósitos de longo prazo da entidade, devendo ser capaz de fornecer os recursos necessários tanto para atender os requisitos legais, o alinhamento com as estratégias dos planos, bem como para selecionar os melhores gestores que utilizam o veículo FIP. Além disso, a estrutura interna da entidade de previdência deve ser capaz de monitorar e controlar os fundos investidos, acompanhar (e resolver) eventuais conflitos e defender os interesses da EFPC⁶². Este capítulo traz recomendações sobre quatro etapas do processo de investimento em FIP e que determinam se o fundo/gestor está apto a ser selecionado para compor o portfólio de investimentos da EFPC.

Assim, após esta introdução, a seção 4.1 trata de recomendações para o mapeamento do mercado e identificação dos melhores gestores em FIP. Na seção 4.2, consta a análise mais aprofundada da tese de investimento e equipe, por meio de *due diligence* dos gestores identificados na primeira etapa. Por último, a seção 4.3 apresenta os principais termos e condições mínimos para entrada da EFPC no fundo.

⁶² Essa afirmativa é observada pelo *endowment* de Yale, para se aprofundar ver Capítulo 10 de Swensen (2014).

➤ 4.1. SELEÇÃO DE GESTORES

O ponto fundamental para o investimento em *private equity* e ativos ilíquidos que utilizam o veículo FIP é a seleção de gestores. Como apresentado na seção 2.3, ao se decidir investir em determinado FIP, há incertezas quanto aos ativos que serão adquiridos pelo fundo. A tese do FIP poderá determinar o foco em segmento econômico específico, área geográfica etc., mas o ativo em si a ser adquirido, será prospectado pelo gestor do FIP. Por este motivo, costuma-se dizer que os investidores estão investindo em equipes profissionais com *expertise* em determinada classe de ativos e capazes de estruturar e executar a tese de investimento.

A regulação das EFPC dispõe sobre linhas gerais de procedimentos para a seleção e o monitoramento de prestadores de serviços de administração e gestão de carteiras de valores mobiliários e de fundos de investimentos⁶³. Deste modo, as normas não tratam apenas do processo de escolha de gestores, mas também de requisitos mínimos que devem constar desses veículos de investimentos.

O processo de seleção de gestores em ativos/FIPs deve consistir em executar uma análise robusta de *due diligence* nos potenciais gestores, por meio de equipe interna ou gerenciar serviço de consultor especializado, visando selecionar os gestores de FIP mais qualificados e preparados para executar a tese/fundos de investimentos alinhada com os objetivos dos “planos investidores”. E, neste caso, é relevante identificar o grupo de profissionais da EFPC que ficará com a incumbência de participar dos processos de seleção e de monitoramento. Esse grupo terá também condições de elaborar e propor melhorias para serem discutidas, amadurecidas e implementadas em procedimentos futuros.

Na primeira etapa, há o mapeamento dos FIPs que estão sendo lançados em mercado. Para isso, a EFPC não deve se limitar a analisar os fundos/gestores que se apresentam a ela, ou seja, atuar de forma passiva. Ao contrário, neste tipo de investimento, é importante estar em contato constante com o mercado para identificar as oportunidades capazes de serem as mais bem-sucedidas. Por exemplo, por meio de reuniões periódicas com gestores de ativos, reuniões técnicas promovidas pela Abrapp e pela ABVCAP sobre investimentos em FIPs. Os eventos organizados pelos próprios gestores são, juntamente com outras fontes, chances para conhecer as oportunidades disponibilizadas pelo mercado.

Segundo estudos nos EUA e, mais recentemente no Brasil⁶⁴, há persistência de retornos su-

⁶³ Há diversas regras na Resolução CMN 4.661 (2018) e na Instrução PREVIC 12 (2019).

⁶⁴ Para se aprofundar ver Capítulo 2 da autora Riotto sobre retornos anualizados dos EUA, e Capítulo 15 dos coautores Minardi e Kanitz para dados de Brasil, do livro organizado por Giambiagi e Nese (no prelo 2022).

periores em gestores de *Private Equity*, sendo importante acessá-los. A explicação é que as estratégias com potencial de serem as mais bem-sucedidas são as daqueles gestores de FIP com acesso aos melhores ativos. Além do fato de possuírem base de informações robusta e profissionais qualificados. Aqui, não se está afirmando que desempenho passado é garantia de resultado futuro ou de mesmo retorno. Ocorre é que muitos desses gestores com retorno persistente já contam histórico de anos de experiência (*track record*) e enfrentaram diferentes ciclos econômicos e momentos e mercado.

Assim, identificadas as oportunidades, inicia-se o processo de seleção por meio da primeira análise e catalogação. O Quadro 4.1 destaca critérios mínimos relacionados ao *track record* do gestor (se gestor “novo”, devem ser obtidos os mesmos dados das firmas anteriores ou da experiência profissional pessoal dos membros da equipe chave) para a fase inicial, ou etapa 1:

Quadro 4.1 Critérios iniciais para análise de gestor de FIP – etapa 1

CRITÉRIOS INICIAIS PARA ANÁLISE DE GESTOR

- classes de investimento em FIP de *expertise* do gestor VC, *growth*, *buyout*, *distress*, ativos reais (infraestrutura, florestas, imobiliário, recursos naturais);⁶⁵
- quantidade de casos de desinvestimentos e forma de saída dos ativos (maior número de saída por meio de IPO; venda para comprador estratégico; e menor por *write-off* ou venda para o empreendedor);
- resultados obtidos pelo fundo (para o investidor em termos de TIR, melhores serão aqueles que proporcionalmente geraram maior taxa de desempenho);
- volume sob a gestão atual (a depender do setor, há setores que demandam maior volume);
- risco de imagem (pesquisa via internet, com investidas anteriores, com investidores etc.);
- checagem de *deal breaker* (Por exemplo: situações de desalinhamento de interesses);
- equipe chave (experiência e qualificação do time, complementariedade, tempo em conjunto etc.);
- termos e condições sem impedimentos ao investimento pela EFPC⁶⁶; (por exemplo impedimento de investir em determinados setores, conforme política de investimentos);
- atenção nos fundos com concentração das carteiras e os monos investimentos.

Fonte: Elaborado pelo do GT – Ad hoc FIP.

⁶⁵ Os investimentos em *Private Equity* (PE) através dos FIPs podem ser efetivados através de diferentes teses. Para retomar a definição, ver seção 4.1.

⁶⁶ Como exemplo, fatores desalinhados com a política de investimento do plano sob a gestão da EFPC, por exemplo, impedimento de investir em determinados setores.

Apesar da rentabilidade e sucesso do FIP estarem atrelados às funções do gestor, a atividade do administrador pode interferir na dinâmica de acompanhamento das quotas e distribuição de recursos, por exemplo, impactando nas demonstrações do Fundo. Dado que o administrador é o representante do FIP perante a CVM, a análise de seu *track record* de experiência e reputação em FIP, bem como a garantia da suficiência da segregação de suas funções com a do gestor⁶⁷, se fazem necessárias para se avançar no processo de seleção de gestor.

Superada a primeira etapa com base nas medições pertinentes da EFPC e no material coletado junto ao gestor e administrador, avança-se para a etapa de análise detalhada do fundo. O Quadro 4.2 apresenta relação com dados mínimos a serem observados para a confecção de um sumário executivo de FIP, que é etapa 2. É relevante que a entidade mantenha a guarda dos documentos apresentados e analisados em todas as etapas do processo de seleção do investimento para a prestação de contas aos *stakeholders* (conselhos estatutários, PREVIC, patrocinadores etc.)⁶⁸, inclusive daqueles investimentos que não prosseguiram para as etapas 2, ou 3, ou 4.

Quadro 4.2 Dados mínimos de um sumário executivo de FIP – etapa 2

SUMÁRIO EXECUTIVO DO FUNDO (NOME) – ETAPA 2	
▪ nome do gestor	
▪ nome do administrador	
▪ nome do custodiante	
▪ se primeiro fundo, ou não	
▪ tamanho (valores mínimo e máximo)	
▪ período de investimento	
▪ prazo do fundo	
▪ prazo de prorrogação (se for previsto)	
▪ taxa de administração	
▪ taxa de desempenho	
▪ taxa mínima de rentabilidade a partir da qual o gestor receberá por performance	

67 Conforme artigo 11 da Resolução CMN no 4661 (Conselho Monetário Nacional 2018), parágrafo 1º.

68 Estes documentos são limitados aos investidores alvo do ativo e são também denominados de “*private placement memorandum*”, são dados do fundo apresentados somente a esses investidores e base para o regulamento a ser registrado na CVM.

- compromisso do gestor (% do fundo a ser alocado pelo gestor)
- fechamento do fundo para novos investidores
- tratamento de questões sociais, ambientais e de governança
- prestação de contas (periodicidade, relatórios)
- estratégia do fundo: VC, *growth*, *buyout*, *distress*, ativos reais
- número de investimentos do fundo
- percentual por ativo
- perfil de investidores alvo para o investimento no fundo
- formação do comitê de investimento (participantes)
- equipe-chave do fundo e tempo de dedicação ao fundo (horas diárias, semanais)

Fonte: Elaboração do GT – Ad hoc FIP.

A partir da análise dos dados do fundo e atendidos os critérios de risco e retorno fixados na política de investimento do “plano investidor”, bem como confirmada a adequação com as etapas do processo interno da entidade, avança-se para a fase de *due diligence* de seleção do gestor – etapa 3.

↘ 4.2. DILIGÊNCIA DETALHADA

O objetivo da diligência é identificar as áreas de vantagem competitiva e de sustentabilidade de *performance* superior do gestor e da sua equipe técnica. Neste momento, deve ser confirmada a consistência dos dados levantados e aprofundadas as informações sobre:

- (i) a equipe chave a ser alocada no FIP;
- (ii) a estrutura operacional da gestora e investidas;
- (iii) os incentivos internos que a gestora utiliza para os seus colaboradores, sobretudo para os membros da equipe chave; e
- (iv) os resultados já obtidos em outros investimentos semelhantes.

Trata-se da fase de maior aprofundamento ou confirmação deste processo junto a gestor terceirizado⁶⁹ para envio de questionário detalhado ao gestor, de análise das respostas e visita *in loco* para consistência e avaliação. Neste momento, as informações recebidas serão analisadas mediante apresentação de documentos, não somente para consistência dos dados quantitativos, mas, principalmente, dos qualitativos, que investigam se o gestor mantém a estratégia para o retorno esperado do novo veículo. O Quadro 4.3 apresenta aspectos mínimos relacionados à seleção de gestores a serem observados em processo de *due diligence*, da etapa 3.

Quadro 4.3 Aspectos qualitativos e quantitativos em *due diligence* de FIP por EFPC – etapa 3

ASPECTOS	O QUE	COMO
QUALITATIVOS		
Equipe	Tempo e expertise de membros	Necessidade de tempo para conhecer o gestor
	Senso de time com liderança	Equipe de profissionais e pessoal chaves (referências)
	Capacidade de criação de valor	Compreender as responsabilidades nas investidas
	Sócios investidores	Entender a capacidade tanto operacional como financeira
Estratégia	Diferenciais do gestor	Conhecer a filosofia de investimentos e alinhamento com a tese
	Originação de negócios	Confirmar qualidade e capacidade de originação
	Processo de desinvestimento	Compreender seu histórico de saídas dos ativos
	Etapas do processo	Entender como funciona a construção do portfólio nas decisões
Governança	Questões ASG e de Integridade	Identificar como o gestor integra fatores ASG e de Integridade nas decisões
	Compliance e riscos	Avaliar sua estrutura de controles
	Incentivos	Identificar os mecanismos de alinhamento com performance
	Prestação de contas	Referências com investidores
Ambiente Macro	Segregação de funções	Avaliar a suficiência da segregação com as dos demais agentes em FIP
	PIB	
	Política e economia	Avaliar a capacidade do gestor se adaptar a novos cenários
	Regulação	

69 Conforme seção 4.3, este mesmo processo de seleção deve ocorrer caso a entidade opte pela estrutura de fundo de fundos para acesso ao ativo. Ou seja, o gestor terceirizado também passa pelo mesmo processo de seleção.

QUANTITATIVOS

Riscos/ Retornos	Resultados favoráveis	Observar retornos favoráveis em termos relativo e absoluto
	Histórico de desempenho	Avaliar retornos relativos a fundos com teses comparáveis
	Perdas	Compreender em que circunstâncias se deram e momento do fundo

Fonte: Adaptado pelo GT – Ad hoc FIP a partir do Quadro 2.2 do livro organizado por Giambiagi e Nese (no prelo 2022).⁷⁰

As EFPC devem adotar regras e implementar processos internos (previstos em regras internas, tais como manuais de investimento ou similar) para a seleção e o monitoramento dos prestadores de serviço do FIP, entre eles, o gestor do fundo. O procedimento deverá estabelecer critérios de seleção, que visem à impessoalidade, à concorrência e à transparência.⁷¹ Superada a etapa 3, avança-se para a fase final do processo de seleção, a etapa 4.

4.3. TERMOS E CONDIÇÕES

Para mitigar riscos de incentivos não alinhados com os gestores de FIP, as EFPC devem negociar os termos e condições antes de investir⁷². Estes termos e condições deverão estar claramente identificados no regulamento do fundo, instrumento legal que determina as regras internas de funcionamento do FIP. Adicionalmente, as EFPC devem observar comandos normativos específicos para alocação no veículo FIP⁷³. O Quadro 4.4 apresenta os principais termos e condições a serem aferidos antes da decisão do investimento.

⁷⁰ Ver Capítulo 2, autora Riotto do livro organizado por Giambiagi e Nese (no prelo 2022).
⁷¹ De acordo com o art. 2º, I da Instrução PREVIC 12 (2019).
⁷² Ver termos e condições apresentados em Relatório da Consultoria Preqin (2019); Princípios da *Institutional Limited Partners Association* – ILPA (2019); Guia de *Venture Capital e Private Equity* organizado pelo Comitê Executivo de Investidores Institucionais – CEI da ABVCAP (2014); ABVCAP, Insper, and Spectra (2021) relatório sobre códigos emitidos pela Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico – OCDE (2008).
⁷³ Comandos normativos da Resolução CMN 4661 (2018), da Instrução PREVIC 12 (2019), para as EFPC, bem como normas da CVM para o ativo FIP da Política de Investimento do plano sob a gestão da EFPC.

Quadro 4.4 – Principais termos e condições em FIP para consideração da EFPC – etapa 4

TERMOS	CONDIÇÕES (TRANSPARÊNCIA INFORMAÇÕES)
Descrição do fundo	Perfil dos investidores-alvo
	Inexistência de classe de contas com preferências a cotistas
	Patrimônio mínimo e máximo do fundo
	Comprometimento mínimo e máximo
	Equipe chave
Restrições	Prazo dos investimentos e desinvestimentos
	Limite máximo de percentual por empresas
	Prazo de investimento e desinvestimento
	Suficiência da segregação entre gestor e administrador
	Limite mínimo para participação do gestor no fundo
Remuneração e incentivos	Avaliação da limitação da responsabilidade dos cotistas
	Taxa de administração
	Taxa de <i>performance</i>
	Taxa referencial para pagamento de <i>performance</i>
Integralizações e Amortizações	Custos adicionais (distribuição, consultorias, outros)
	Chamadas de capital
	Amortizações
	Prorrogação
Substituição do administrador e/ou gestor	Liquidação do fundo
	Em caso de fraude (conforme a legislação em vigor)
	Sem justa causa (baixa <i>performance</i> , quórum mínimo)
	Substituição de pessoas chaves

Prestação de contas

Periodicidade mínima para os reportes

Informações mínimas que devem constar nos relatórios

Forma como os relatórios serão produzidos e apresentados

Base de avaliação sobre o desempenho do fundo

Outros termos importantes

Direito de co-investimento

Novos investidores após o fechamento do fundo

Penalidade em caso de inadimplência de cotistas

Possibilidade de solicitação de informação pelos cotistas

Fonte: Adaptado a partir do Quadro 1.1 do livro organizado por Giambiagi e Nese (no prelo 2022).⁷⁴

É necessário que as análises e decisões feitas pela EFPC:

- (i) observem o processo de investimento de acordo com as normas internas de governança da entidade; e
- (ii) estejam formalizadas;
- (iii) utilizem dados e bases técnicas capazes de justificar a decisão de seleção do gestor de FIP e do comprometimento de capital pela EFPC.

Essas análises deverão estar materializadas em notas técnicas, atas de reuniões dos órgãos de governança, dentre outros registros usualmente utilizados pela entidade. É importante indicar que todos os critérios de seleção foram verificados pela EFPC. Caso se verifique que algum critério de seleção não seja aplicável, a EFPC deve fazer constar que o assunto foi devidamente analisado e as razões para sua inaplicabilidade.

⁷⁴ Ver Capítulo 1, coautoras Minardi e Nese do livro organizado por Giambiagi e Nese (no prelo 2022).

05 ASPECTOS APÓS O INVESTIMENTO

As EFPC podem investir tanto diretamente em FIP, como da forma terceirizada por meio de gestores de investimentos especialistas no ativo. Na forma direta, a EFPC precisa ter equipe dedicada e processo de investimento específico para o veículo. Entretanto, o processo de diligência não toma tempo de dedicação e capacidade técnica somente antes do investimento. Ao contrário, ele se estende por tempo muito maior e ao longo da vida do fundo. Apesar da segunda forma ser recomendada para aqueles que não possuem tais recursos, na decisão pelo investimento também é exigida a mesma diligência das EFPC. Como abordado na seção 2.3, ao contrário de ativos listados em bolsa que são monitorados em bases diárias de mercado, os ativos em FIP permanecem como investimentos privados. Por este motivo não se beneficiam de mecanismos de mercado de monitoramento e controle do gestor/fundo. Contudo, as EFPC podem e devem participar monitoramento ativo e compreender os possíveis controles da gestão.

Após esta breve introdução, a seção 5.1 trata da etapa objetiva do guia sobre ações legais previstas e práticas recomendadas para monitoramento da gestão. A seção 5.2 apresenta mecanismos e responsáveis na identificação e entendimento de descolamentos do desempenho esperado, bem como situações de conflito antes que se materializem em perdas para o fundo. Como última seção do capítulo e do Guia, a seção 5.3 traz recomendações para situações em que a EFPC avalia vender suas cotas do FIP, antes de seu encerramento pelo gestor.

➤ 5.1. MONITORAMENTO DA GESTÃO

Esta etapa do Guia objetiva monitorar o gestor e sua atuação para:

- (i) formação do portfólio;
- (ii) gestão dos investimentos visando agregar valor às empresas; e
- (iii) busca da melhor forma de monetização para o processo de alienação. A legislação prevê requisitos de monitoramento do FIP e de seus prestadores de serviço, em particular, do seu gestor, por meio de metodologias com critérios quantitativos e qualitativos de avaliação⁷⁵.

Assim, um conjunto de procedimentos deve ser adotado pela EFPC como forma de acompanhamento, seja por meio de interações com o gestor, seja por meio de indicadores que permitam identificar descolamentos do retorno ou objetivos em relação aos parâmetros aprovados no investimento.

Para que o monitoramento seja tempestivo, é importante que se busque junto ao gestor a criação de uma área de comunicação direta para que ocorra a circulação de informações sobre os investimentos, o esclarecimento de dúvidas dos cotistas e o repositório de documentos, permitindo a simetria de informações.

A escolha da forma do monitoramento deverá considerar a estrutura e qualificação (formação e experiência) de cada investidor, podendo ser realizada:

- (i) por área específica da instituição, por meio de relatórios, comitês de investimento, políticas, controles internos e auditoria interna, considerando os riscos inerentes a cada classe de investimento; e
- (ii) por terceiros com controles periódicos por meio de reuniões e apresentação de relatórios. O Quadro 5.1 apresenta ações para monitoramento recomendadas às EFPC, além das previstas na legislação⁷⁶.

⁷⁵ Conforme art. 11, *caput* da Resolução CMN 4661 (2018).

As EFPC devem observar os requisitos mínimos indicados na Instrução PREVIC 1 (2019) aplicáveis ao monitoramento da gestão dos FIP (art. 7º):

⁷⁶ Conforme Instruções CVM 555 (2014b) (2014); 578 e 579 (2016); Instrução PREVIC 12 (2019); Resolução CMN 4661 (2018); Código ABVCAP/ANBIMA – Regulação e Melhores Práticas para o Mercado de FIP e FIEE (2011).

Contudo, são práticas observadas por entidades com estrutura robusta com equipe especializada e dedicada ao monitoramento e controle dos investimentos em FIP⁷⁷.

Quadro 5.1 – Ações de monitoramento dos investimentos diretos em FIP por EFPC

AÇÕES DE MONITORAMENTO

- acompanhamento periódico por meio de sistemas e/ou relatórios que, a critério da EFPC, poderão ser compartilhados com Diretoria Executiva, Conselho Deliberativo (ou colegiado equivalente) e Conselho Fiscal contendo desempenho dos fundos, gestores e administradores e contendo informações sobre os ativos;
- acompanhamento do desempenho do fundo de investimento por meio de métricas que analisam o montante financeiro comprometido e investido; o montante financeiro realizado (participações desinvestidas); e o valor contábil das empresas investidas, levando em consideração o tempo de cada evento⁷⁸;
- monitorar se o Gestor mantém estrutura de gerenciamento de investimentos e riscos compatível com a complexidade do mandato⁷⁹;
- acompanhamento da (i) carteira do fundo, (ii) indicadores financeiros/operacionais das empresas investidas e (iii) governança do fundo e das empresas investidas, (iv) passivos do fundo e das empresas investidas; e (v) estratégia/mecanismo de desinvestimento do ativo e liquidação do Fundo;
- participação em reuniões presenciais, teleconferências ou videoconferências, materializados em relatórios próprios, de gestores ou administradores, atas de reunião ou documentação comprobatória similar;
- relatórios de vistorias *in loco*, quando aplicável;
- aplicação de procedimentos de verificação de controle internos, conforme critérios definidos pela área de controles internos da EFPC;
- realização de auditorias programadas;
- solicitação ao gestor, a cada 2 anos, que comprove estar apto a desenvolver suas atividades: registro na CVM; “nada consta” no Portal da Transparência; certidões específicas (SERASA, FGTS, tributos etc.) e declaração PPE (Pessoa Politicamente Exposta) e idoneidade;

77 Políticas de Investimentos da Previ – Caixa de Previdência dos Funcionários do Banco do Brasil e seus Relatórios Normativos 5-04-18 – Avaliar desempenho de fundo (MNP: Ativos – Investimento – Gestão de Terceiros – Gerir Investimentos em Fundo de Investimento em Participações – FIP); e 5-04-19 – Monitorar FIPs (MNP: Ativos – Investimento – Gestão de Terceiros – Gerir Investimentos em Fundo de Investimento em Participações – FIP).

78 Os valores são atualizados a mercado, para saber mais sobre as métricas, ver Capítulo 13, autor Ibri do livro organizado por Giambiagi e Nese (no prelo 2022).

79 Também conhecido como ou *key risk indicators (KRI)*, para aprofundar sobre as abordagens e metodologia ver <https://www.investeurope.eu/media/1113/evca-risk-measurement-guidelines-january-2013.pdf>

- das informações divulgadas, eventos e outros, recomenda-se a análise: das demonstrações financeiras, dos eventos de saída das investidas, das participações das reuniões com os gestores e assembleia de cotistas e dos conselhos consultivos do FIP; e
- acompanhar os aspectos jurídicos e demandas judiciais/arbitrais dos fundos de investimento ou das empresas investidas, intervindo se necessário.

Fonte: Elaboração do GT Ad hoc FIP.

Adicionalmente, deve ser acompanhada a diligência do administrador do fundo em suas atribuições legais e tomadas para medidas cabíveis, caso não observado seu cumprimento⁸⁰.

Importante destacar que na gestão terceirizada para o investimento em FIP, forma indireta, cabe à EFPC realizar o monitoramento do gestor contratado para as ações recomendadas de monitoramento.

Dada a relevância crescente dos aspectos Ambientais, Sociais e de Governança e de Integridade (ASGI) nas análises de investimentos, a classe de *private equity* e de ativos reais recebe destaque ao garantir o investimento responsável por meio de FIPs. Este fato decorre, principalmente em razão de buscar uma abordagem de criação de valor e de longo prazo. Desta forma, o Quadro 5.2 apresenta recomendações para monitoramento do tema ASGI específico para FIPs por meio de quatro segmentos.

Quadro 5.2 – Monitoramento das questões ASGI em FIP

SEGMENTOS PARA MONITORAMENTO DAS QUESTÕES ASG E DE INTEGRIDADE EM FIP

- coleta e estruturação de informações junto às empresas investidas e reporte consolidado dos aspectos ASGI;
- determinação de indicadores [1] por empresa ou para a carteira;
- avaliação pelos gestores de como as questões ASGI estão gerando valor para a companhia; e
- como as companhias divulgam informações ASGI aos clientes e ao mercado.

[1] Exemplos de Indicadores podem ser verificados em: (i) CDC ESG Toolkit Resources (https://toolkit.cdcgroup.com/assets/uploads/ESG_IC_Graph_3_-_Due_Diligence_-_150610.pdf), (ii)

Fonte: Elaboração do GT – Ad hoc FIP.

Importante destacar que o monitoramento do gestor do FIP, evidentemente, não implica no refazimento de ações de responsabilidade legal destes, tampouco na assunção de sua com-

⁸⁰ Conforme atribuições previstas nas Instruções CVM 21 (2021); 555 (2014) e 578 (2016), bem como no regulamento do FIP.

petência para a prática de ações ou de decisões que lhes digam respeito. Assim, o monitoramento nada tem a ver diretamente com o reflexo do resultado do investimento, mas certamente auxiliará na aproximação entre a estratégia da EFPC para o investimento e o resultado inicialmente almejado.

↘ 5.2. CONTROLE SOBRE O DESEMPENHO

O objetivo do controle sobre o desempenho é estabelecer mecanismos, definir áreas e pessoas que analisem os relatórios de aderência do fundo aos objetivos estabelecidos no processo de investimento. É desejável que haja estrutura própria para este controle.

A primeira linha de controles deve envolver todas as áreas diretamente atuantes no processo de investimento, ou seja, áreas principais que subsidiaram a tomada de decisão. Os resultados de desempenho devem identificar descolamentos de *performance* ou *benchmark* e produzir ações estratégicas a fim de aproximar os ativos da tese de investimento e desempenho esperado. Importante que o cadastro do gestor e administrador sejam atualizados periodicamente. O Quadro 5.3 apresenta os aspectos recomendados no controle de investimentos em FIP.

Quadro 5.3 – Aspectos para controle de investimentos em FIP por EFPC

ASPECTOS	DESCRIÇÃO
Rentabilidade histórica	Comparar o valor investido <i>versus</i> valor contábil das companhias investidas, levando em consideração o tempo dos eventos. Verificar a necessidade de negociar novos parâmetros de taxa de administração e/ou <i>performance</i> .
Ativos totais sob a gestão	Patrimônio administrado em outros fundos pelo gestor e quantidade de fundos sob gestão vis a vis o número de colaboradores, considerando inclusive o grau de senioridade e complexidades que surjam durante o processo, de forma a verificar a compatibilidade da equipe e atribuições.
Situações de conflito de interesses	Eventual conflito de interesses, considerando os diversos FIPs do portfólio do gestor e as decisões de investimento e desinvestimento. Análise de membro ou representante do fundo acerca da existência de registro como PPE (pessoa politicamente exposta).

Informações analíticas	Controle trimestrais, por oportunidade de divulgação de balanços intermediários, quando houver, das empresas investidas. Estes pontos de controle podem ser reuniões com os cotistas e devem ser prescindidos de informações analíticas sobre o desempenho do veículo de investimentos bem como os ativos pertencentes ao portfólio.
Decisões de investimento e desinvestimento	Apresentação pelo gestor de relatório trimestral reportando as decisões de investimento/desinvestimento, bem como os principais assuntos abordados nas reuniões do colegiado de forma a apresentar os motivos e objetivos das suas deliberações.

Fonte: Elaborado pelo GT – Ad hoc FIP.

Da mesma forma que no monitoramento de controle recomendado na seção 5.1, é importante destacar que o controle da EFPC sobre o FIP, evidentemente, não implica refazer ações de responsabilidade legal destes, tampouco na assunção da competência daqueles para a prática de ações ou de decisões que lhes digam respeito.

Os relatórios e demais informações dos pontos de controle recomendados no Quadro 5.3 devem ser disponibilizadas com qualidade e dados qualitativos e quantitativos. Os cotistas deverão receber o material antecipadamente (no mínimo 5 dias úteis) às reuniões convocadas para que seja analisado de forma criteriosa. Os relatórios devem ser aderentes ao regulamento do fundo, possuindo teor e periodicidade necessários à análise. O Quadro 5.4 destaca as informações mínimas que o relatório de prestação de contas do gestor deve conter.

Quadro 5.4 – Informações mínimas do relatório de prestação de contas do gestor

INFORMAÇÕES MÍNIMAS EM RELATÓRIO DE CONTROLE DO GESTOR	
Desempenho da estratégia de investimento / desinvestimento;	
Evolução dos indicadores econômico-financeiros dos ativos do fundo e análise da gestão do <i>management</i> ;	
Análise das amortizações, integralizações e resgates;	
Recursos direcionados à pagamento de taxa de administração e <i>performance</i> ; e	
Atualização sobre quotistas do fundo (nome e participação percentual).	

Fonte: Elaborado do GT – Ad hoc FIP.

Na mesma linha do monitoramento das questões ASGI em FIP, recomenda-se segmentar os pontos de controle para efetividade do investimento responsável pela EFPC. O Quadro 5.5 apresenta a proposta para estes segmentos.

Quadro 5.5 – Segmentos para controle das questões ASGI em FIP

SEGMENTOS PARA CONTROLE DAS QUESTÕES ASG E DE INTEGRIDADE EM FIP

- o gestor deve apresentar acompanhamento que permita mensurar se o fundo está sendo gerido em consonância com os critérios ASGI que constam no seu regulamento; e
- deve haver previsão de mecanismos que possibilitem que os cotistas sejam informados de quaisquer alterações significativas e de riscos e oportunidades ASGI do portfólio, bem como possam ser endereçados.

Fonte: Elaborado pelo do GT – Ad hoc FIP.

↘ 5.3. EVENTO DE SAÍDA DO COTISTA ANTES DO DESINVESTIMENTO

Embora não seja possível o resgate de cotas de um FIP antes do seu encerramento, é possível que o cotista busque mecanismos de saída durante a existência do fundo. As motivações para isto são várias, por exemplo:

- (i) a necessidade de liquidez;
- (ii) a reciclagem do portfólio – revisão da estratégia ou filosofia da gestão;
- (iii) a redução de custos associados (diretos e indiretos, além do próprio custo de oportunidade de reaplicação dos recursos investidos);
- (iv) a redução de exposição a passivos;
- (v) o risco de imagem;
- (vi) os conflitos de interesses diversos e
- (vii) sucessivas prorrogações de prazo de encerramento;
- (viii) o desalinhamento com o Gestor – e sua consequente dificuldade ou mesmo impossibilidade de substituí-lo, dentre outros. Em todas elas, a recomendação é que a EFPC esteja devidamente fundamentada para a saída antecipada do veículo.

Desta forma, no interesse do melhor resultado ao plano de benefício é fundamental a mesma diligência apresentada no Capítulo 4, da fundamentação para o investimento. Do contrário, incorre-se no risco de criar oportunidades de maior retorno para outros investidores mais

bem preparados. Assim, o principal fator de sucesso para a saída do ativo é a capacidade de busca ativa por compradores interessados em pagar o melhor preço pelo ativo, geralmente um investidor financeiro. O caminho mais seguro para a saída antecipada pela EFPC também decorre de uma equipe altamente qualificada para compreensão do melhor resultado ao plano e comprometida com os interesses e propósito de longo prazo da entidade.

Apesar de não existirem dados consolidados sobre a dinâmica de secundários no Brasil, este mercado de fato existe, com operações já concluídas no âmbito das EFPC – sejam operações pontuais ou estruturais. Assim, a partir das motivações iniciais da EFPC, é recomendado que a entidade, antes, desenvolva e aprove processo claro e específico, com respectivos responsáveis identificados para a estratégia. Desta forma seguem quatro aspectos mínimos a serem observados no processo de saída antecipada ao desinvestimento pelo FIP.

▪ BUSCA ATIVA POR POTENCIAIS INTERESSADOS

Faz parte do dever de diligência da EFPC a busca ativa pelas melhores oportunidades de negócios. Assim, apesar da iliquidez deste mercado, a EFPC deve buscar amplamente, em escala nacional ou global (conforme o caso ou pertinência), opções de negócios.

▪ COMPREENSÃO ABRANGENTE SOBRE O VALOR E PREÇO DOS ATIVOS EM FIP⁸¹

Recomenda-se que os valores das companhias investidas pelos FIPs sejam definidos a partir de laudo de avaliação emitido por:

- (i) qualquer instituição financeira que possua área especializada, com experiência comprovada, em avaliações de empresas; ou
- (ii) consultoria especializada com experiência comprovada na emissão de laudo de avaliação de empresas ou ativos no setor em questão, ambas independentes do gestor e do administrador do respectivo fundo de investimento.

Da metodologia, de modo geral, há dificuldade de comparação de empresas fechadas com as empresas listadas em bolsa (em razão do porte e características específicas). Existem diversas metodologias de precificação do valor do capital da empresa investida ou *Equity*. Mesmo quando é utilizada a mesma metodologia, diferentes avaliadores, com base em suas premissas próprias, poderão identificar valores diferentes para um mesmo ativo.

81 Para se aprofundar, ver Fabozzi, Focardi e Jonas (2017).

Assim, a avaliação de um ativo é uma referência de valor, que deve ser combinada com outras análises para que o preço efetivo do ativo seja encontrado. Contudo, o preço de negociação depende do quanto o comprador estaria disposto a pagar pelo ativo, mediante proposta de compra. Desta forma, dentro do ambiente de ativos ilíquidos⁸², a diferença entre valor e preço pode ser, por vezes, expressiva – o que não necessariamente indica alguma inconsistência no processo de venda.

▪ **COMPREENSÃO SOBRE O VALOR E PREÇO DA COTA DO FIP**

O patrimônio líquido do Fundo é, simplificadaamente, o somatório do valor dos ativos, contas a pagar, contas a receber e caixa. A partir deste patrimônio, dividido pela quantidade de cotas, chegamos ao valor por cota. Em uma visão tradicional, as análises de desconto/ágio de uma operação podem ser realizadas com base neste valor.

Contudo, em uma visão mais abrangente, o valor da cota não contempla uma série de questões que impactam, direta ou indiretamente, o verdadeiro valor do FIP para a EFPC – ou, no limite, para seu participante.

Assim, além do patrimônio líquido de um FIP, existem outros números e valores que devem ser analisados no momento de uma transação de cotas. O Quadro 5.6 apresenta estes parâmetros e recomendações para sua compreensão.

Quadro 5.6 – Demais parâmetros a considerar na transação de cotas de FIP

OUTROS PARÂMETROS	DESCRIÇÃO
Custos diretos	O FIP possui um custo de carregio (taxa de gestão, administração e outros custos), que não necessariamente está refletido no patrimônio líquido, como provisões a pagar até o fim do seu prazo de duração. Ademais, podem existir situações de prorrogações, fazendo com que tais custos sejam ainda maiores do que o estimado.
Custos indiretos	Trata-se de custos da equipe de investimentos e equipe de apoio (em todos os níveis hierárquicos), ainda que não estejam integralmente alocadas no acompanhamento do ativo, estão alocadas na gestão e monitoramento do ativo – e que, portanto, representam algum custo para a EFPC.

82 Neste ponto a literatura econômico-financeira traz conceitos a serem considerados para aplicação de eventuais descontos: i) de liquidez (ou iliquidez); ii) de underpricing (IPO); e iii) de holding (diferença de valor entre o valor da empresa e a soma dos valores de suas controladas/subsidiárias). Para aprofundar, ver Costa, Tinoco e Arantes (2011 p. 318-325).

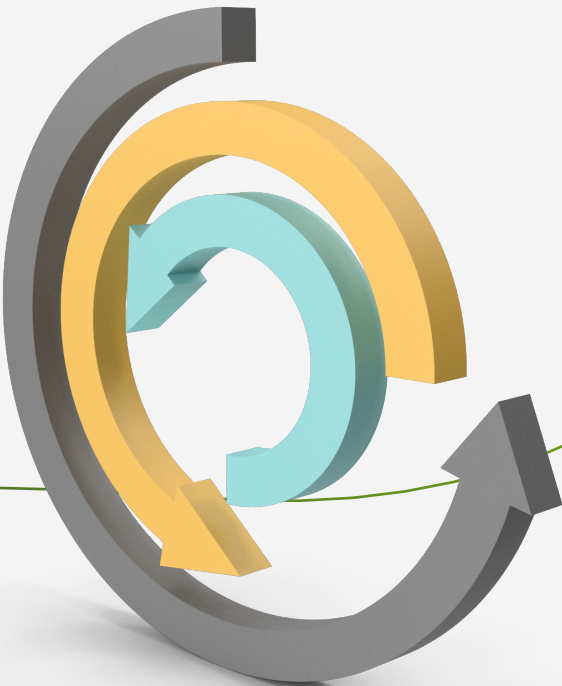
Custo de oportunidade	O custo de oportunidade possui duas perspectivas: a primeira, financeira, refere-se ao custo de oportunidade no reinvestimento dos recursos aplicados no FIP (em uma comparação entre perspectivas do investimento FIP <i>versus</i> perspectivas de outras classes de ativos). Em outra perspectiva, podemos atribuir (ou mesmo quantificar) um custo de oportunidade em relação a alocação da equipe (ou recursos, no caso da contratação de assessores), que podem estar alocadas ou mobilizados em outros ativos.
Passivos Contingentes	Os ativos investidos podem apresentar passivos contingentes que não necessariamente estão refletidos no Patrimônio Líquido, seja por critério do Administrador, seja por interpretações de pareceres jurídicos sobre a possibilidade ganho/perda de uma determinada causa. Assim, podem existir casos específicos onde o Patrimônio Líquido ainda não esteja refletindo o real valor dos ativos – na visão do cotista.
Possibilidades de recebimentos não contabilizados	Na direção oposta ao exposto acima, podem existir determinadas provisões (como, por exemplo, ganhos de disputas judiciais ou execução de opções de venda) que ainda não estejam integralmente contabilizadas.

Fonte: Elaboração do GT – Ad hoc FIP.

▪ ANÁLISE DOS REGULAMENTOS E INSTRUÇÕES LEGAIS

Os regulamentos dos FIPs tendem a ser diferentes entre si. Portanto, para cada operação, devem ser observadas questões relativas aos Direitos de Preferência, à necessidade de Assembleia para aprovar a entrada de novo cotista, e a eventual restrição prevista em regulamento.

Por fim, a EFPC pode considerar a contratação de assessoria especializada para a condução da prospecção e da negociação, dependendo da sua estrutura e objetivos.





referências bibliográficas

- ABRAPP SINDAPP ICSS (2016). Código de Autorregulação em Governança de Investimentos. São Paulo: ABRAPP SINDAPP ICSS. Disponível em site: <https://www.abrapp.org.br/wp-content/uploads/2021/01/CodigodeAutorregulacaoGovernancaInvestimentos2020.pdf>. Consulta em 06/11/2021.
- ABVCAP (2014). Guia de Venture Capital e Private Equity. Disponível em site: <https://www.abvcap.com.br/industria-de-pe-vc/guia-pe-vc.aspx?c=pt-br>. Consulta em 06/11/2021.
- ABVCAP, Insper, e Spectra (2021). Termos e condições dos Regulamentos de Fundos de Private Equity e Venture Capital Brasileiros. Disponível em site: <https://www.abvcap.com.br/Download/Estudos/4995.pdf>. Consulta em 24/11/2021.
- ANBIMA. (2022). Código de Administração de Recursos de Terceiros. São Paulo. Disponível em site: https://www.anbima.com.br/data/files/6C/42/CD/40/2619D710E79BD7D76B2BA2A8/Codigo%20de%20ART_03.01.22.pdf. Consulta em 07/12/2021.
- Caputo, P. e Rosatelli, P. (no prelo 2022). Diferentes classes de investimento em fundos private equity. Capítulo 9. In: Giambiagi, F. e Nese, de A. A S. (Org.). Private equity e Venture Capital no Brasil: governança, criação de valor e alternativas em investimentos ilíquidos. São Paulo. Editora Lux.
- Comissão de Valores Mobiliários – CVM (2014). Instrução CVM 554 de 17 de Dezembro. Dispõe sobre os investidores qualificados e os profissionais, dentre outras. Rio de Janeiro: CVM. Disponível em site: <http://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst554.html>. Consulta em 24/11/2021.
- _____. Instrução CVM 555 de 7 de Dezembro (2014b). Dispõe sobre a constituição, a administração, o funcionamento e a divulgação de informações dos fundos de investimento. Rio de Janeiro: CVM. Disponível em site: <http://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst555.html>. Consulta em 24/11/2021.
- _____. Instrução CVM 578 de 30 de Agosto (2016a). Dispõe sobre a constituição, o funcionamento e a administração dos FIPs. Rio de Janeiro: CVM. Disponível em site: <http://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst578.html>. Consulta em 24/11/2021.
- _____. Instrução CVM 579 de 30 de Agosto (2016b). Dispõe Sobre a Elaboração e Divulgação das Demonstrações Contábeis dos FIPs. Rio de Janeiro: CVM. Disponível em site: <http://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst579.html>. Consulta em 24/11/2021.
- _____. Resolução CVM 19 de 25 de Fevereiro (2021a). Dispõe Sobre a Atividade de Consultoria de Valores Mobiliários. Brasília, DF: Diário Oficial da União. Disponível em site: <http://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/resolucoes/resol019.html>. Consulta em 24/11/2021.
- _____. Resolução CVM 21 de 25 de Fevereiro (2021b). Dispõe Sobre o Exercício Profissional de Administração de Carteiras de Valores Mobiliários. Brasília, DF.: Diário Oficial da União. Disponível em site: <http://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/resolucoes/resol021.html>. Consulta em 24/11/2021.

- Conselho Monetário Nacional (2018). Resolução CMN no 4.661, de 25 de Maio. Dispõe sobre as diretrizes de aplicação dos recursos garantidores dos planos administrados por fundos de pensão. Brasília, DF, Diário Oficial da União. Disponível em site: <https://www.bcb.gov.br/estabilidadefinanceira/exibenormativo?tipo=Resolucao&numero=4661>. Consulta em 24/11/2021.
- Copeland, T., Koller, T., e Murrin, J. (2001). Avaliação de Empresas – Valuation: Calculando e Gerenciando o Valor das Empresas (3a edição.). Pearson Universidades.
- Costa, A., Tinoco, L. G., e Arantes, A.M. (2011) Valuation – Manual de Avaliações e Reestruturação Econômica de Empresas– Editora Atlas – 2ª Edição São Paulo – (página 318-325).
- Damodaran, A. (2009) Valuing Young, Start-Up and Growth Companies: Estimation Issues and Valuation Challenges. Stern School of Business; New York University (NYU). Nova York, (jun.). Disponível em: <http://people.stern.nyu.edu/adamodar/pdfiles/papers/younggrowth.pdf>. Consulta em 22/11/21.
- Fabozzi, Frank J., Focardi, S. M. e Jonas, C. (2017). Equity Valuation: Science, Art, or Craft? CFA Institute Research Foundation.
- Gonçalves, A. L. (no prelo 2022). Criação de valor em private equity. Capítulo 8. In: Giambiagi, F. e Nese, A. de A. S. (Org.). Private Equity e Venture Capital no Brasil: governança, criação de valor e alternativas em investimentos ilíquidos. São Paulo. Editora Lux.
- Ibri, D. U. (no prelo 2022). Medidas de desempenho em private equity e venture capital. Capítulo 13. In: Giambiagi, F. e Nese, A. de A. S. (Org.). Private equity e Venture Capital no Brasil: governança, criação de valor e alternativas em investimentos ilíquidos. São Paulo. Editora Lux.
- Institutional Limited Partners Association – ILPA (2019). ILPA Principles 3.0. Disponível em site: https://ilpa.org/wp-content/uploads/2019/06/ILPA-Principles-3.0_2019.pdf. Consulta em 06/11/2021.
- Jensen, M. C. e Meckling, W. H. (1976). *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*. *Journal of Financial Economics* 3(4):305–60. Disponível em site: [http://dx.doi.org/10.1016/0304-405X\(76\)90026-X](http://dx.doi.org/10.1016/0304-405X(76)90026-X). Consulta em 24/11/2021.
- Lerner, J. (2014). *Yale University Investments Office. Harvard Business School* 1–17.
- Minardi, A. M. A. F. e Kanitz, R. (no prelo 2022). Evolução e desempenho da indústria de private equity e venture capital no Brasil. Capítulo 15. In: Giambiagi, F. e Nese, A. de A. S. (Org.). Private equity e Venture Capital no Brasil: governança, criação de valor e alternativas em investimentos ilíquidos.
- Minardi, A. M. A. F. e Nese, A. de A. S. (no prelo 2022). Introdução aos Investimentos de Private equity e Venture Capital. Capítulo 1. In: Giambiagi, F. e Nese, A. de A. S. (Org.). Private equity e Venture

Capital no Brasil: Governança, criação de valor e alternativas em investimentos ilíquidos. São Paulo. Editora Lux.

Nese, A. de A. S. (2017). Governança, Características das Organizações e Retorno dos Investimentos: Evidências em Fundos de Pensão no Brasil. Tese de Doutorado. FEA USP. Disponível em site: <https://teses.usp.br/teses/disponiveis/12/12139/tde-13062017-162106/pt-br.php>. Consulta em 24/11/2021.

Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico - OCDE. (2008). *Codes and Industry Standards Covering Behaviour of Alternative Investors*. OCDE. Disponível em site: <https://www.oecd.org/corporate/ca/corporategovernanceprinciples/40033286.pdf>. Consulta em 24/11/2021.

Preqin (2019). *Preqin Special Report Private Capital Fund Terms*. Disponível em site: <https://docs.preqin.com/samples/2019-Preqin-Private-Capital-Fund-Terms-Advisor-Sample-Pages.pdf>. Consulta em 06/11/2021.

Preqin Global Private Equity & Venture Capital Report (2021). Disponível em site: <https://www.preqin.com/insights/global-reports/2021-preqin-global-private-equity-and-venture-capital-report>. Consulta em 06/11/2021.

Riotto, B. (no prelo 2022). Private Equity como parte da carteira de investidores institucionais. Capítulo 2. In: Giambiagi, F. e Nese, A. de A. S. (Org.). Private equity e Venture Capital no Brasil: governança, criação de valor e alternativas em investimentos ilíquidos. São Paulo. Editora Lux.

Superintendência Nacional de Previdência Complementar - PREVIC (2019a). Instrução no 12 de 21 de janeiro 2019. Dispõe sobre os procedimentos para as EFPC para seleção e monitoramento de prestadores de serviços em investimentos. Brasília, DF: Diário Oficial da União. Disponível em site: <https://www.gov.br/economia/pt-br/orgaos/entidades-vinculadas/autarquias/previc/regulacao/normas/instrucoes/instrucoes-previc/2019/instrucao-no-1-de-21-de-janeiro-de-2019-diario-oficial-da-uniao-imprensa-nacional.pdf/view>. Consulta em 24/11/2021.

_____. (2019b). Guia Previc de Melhores Práticas em Investimentos na Previdência Complementar Fechada. Brasília, DF: Ministério da Previdência Social. Disponível em site: <https://www.gov.br/economia/pt-br/orgaos/entidades-vinculadas/autarquias/previc/centrais-de-conteudo/publicacoes/guias-de-melhores-praticas/novo-guia-previc-melhores-praticas-de-investimentos.pdf/view>. Consulta em 24/11/2021.

Swensen, D. F. (2014). Desbravando a Gestão de Portfólios [Tradução Ana Paula Oliveira]. São Paulo: BEI Comunicação.



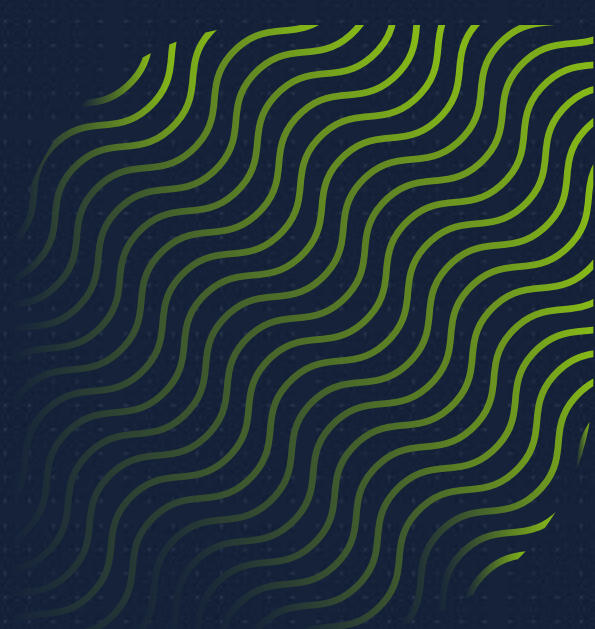
glossário

BROWNFIELD	Projeto ou companhia alvo de investimento com instalações de funcionamento pré-existentes ao investimento.
BUYOUTS	Modelo de <i>private equity</i> que tem como estratégia a aquisição de controle da companhia alvo de investimento e a promoção de mudanças na sua governança e no direcionamento estratégico da companhia.
COINVESTIMENTO	No veículo FIP, trata-se de oportunidade oferecida pelo gestor aos cotistas, de aportarem capital diretamente em empresa investida ao lado do fundo. Geralmente, na situação em que o regulamento do fundo não permite novos aportes na investida.
CURVA “J”	Termo popular para a representação gráfica em forma de um “J”. O gráfico relaciona o retorno do fundo na fase inicial do investimento no eixo vertical, com o tempo no eixo horizontal. No início do investimento os resultados são cada vez mais negativos representando o início da curva até reversão da metade adiante, pelos resultados que passam a ser positivos.
CAPITAL COMPROMETIDO	É o capital subscrito no fundo pelo investidor e que será integralizado nos termos pactuados no regulamento do fundo. O capital total comprometido no fundo e ainda não chamado e, portanto, disponível para novos investimentos é denominado de <i>dry powder</i> .
DISTRESS	Modalidade de investimento de <i>private equity</i> em que a estratégia é investir no capital de empresas, fortemente depreciadas pelo endividamento e incapacidade para pagar seus credores.
DUE DILIGENCE	É o processo de análise, avaliação de riscos e oportunidades com o objetivo de subsidiar a tomada de decisão de investimento. Normalmente, os trabalhos estão relacionados ao exame de documentos por especialistas nas respectivas áreas, entrevistas e visitas com o gestor ou empresa alvo do investimento.
ENDOWMENT	Mais conhecidos como fundo patrimonial, é um fundo de longo prazo em que os recursos são adquiridos por meio de doações de pessoas físicas e jurídicas. Tais recursos são investidos no mercado financeiro e seus rendimentos são direcionados a projetos e instituições desejadas pelos doadores.
EQUIPE-CHAVE OU KEY MEN	São os profissionais da firma de <i>private equity</i> com tempo dedicado à gestão do fundo, ou seja, avaliação e seleção das empresas alvo de investimento e execução da estratégia nas investidas. Estes profissionais devem estar identificados em regulamento com o respectivo tempo em horas de dedicação ao fundo.

EQUITY	Termo em inglês para capital de uma empresa.
FAMILY OFFICE	Escritório composto por profissionais especialistas em gerir recursos e a fortuna de uma família ou empresa familiar. Costumam cuidar também da gestão tributária e fiscal, sucessão empresarial, inventário, transmissão de patrimônio, educação financeira familiar, recursos destinados a instituições de caridade entre outros fatores que abrangem a vida financeira dos clientes.
FECHAMENTO DO FUNDO (OU CLOSING FUND, EM INGLÊS):	Data em que se encerra o levantamento do compromisso dos cotistas interessados no fundo, não havendo novas subscrições de investidores interessados.
GATEKEEPERS	Como definido pelo <i>Institutional Limited Partners Association</i> , consultores especializados em dar suporte para investidores institucionais nas suas alocações em <i>private equity</i> , de forma customizada a até mandatos discricionários na forma de originação, <i>due dliigence</i> e monitoramento dos investimentos de gestores de fundos.
GREENFIELD	Estratégia de investimento em projeto a ser desenvolvido. Ou seja, não há instalações pré-existentes que possam ser incorporadas ao negócio.
GROWTH CAPITAL OU GROWTH EQUITY	São empresas s que já se estabeleceram em seus mercados e apresentam potencial para maior crescimento, necessitando de capital para expansão, normalmente, demandam novas rodadas de investimentos denominadas de séries.
HURDLE RATE OF RETURN OU HURDLE	Taxa de retorno mínimo ao investidor do fundo, normalmente representada por um indexador de inflação mais uma taxa de juros real. O <i>hurdle</i> não representa o retorno esperado pelo investidor ou gestor do fundo, porém, ele é determinado como referência a partir da qual o gestor terá direito a receber parte do que superar este retorno quando da saída do investimento.
INITIAL PUBLIC OFFERING (IPO)	Trata-se de uma das estratégias saída de empresa investida pelo fundo através do mercado público, listando a empresa em Bolsa de Valores e dando liquidez parcial ou total ao investidor.
LIMITED PARTNER (LP)	Investidor do fundo com responsabilidade limitada a seu investimento.
PRIVATE EQUITY	São as participações em capital diversificado por empresas, em diferentes estágios de maturidade desde nascentes a maduras, por meio de fundos de <i>venture capital</i> e de <i>private equity</i> , e de modelos de controle entre minoritário e majoritário. Excluem-se, portanto, os investimentos monoativos e em ativos reais como óleo e gás, infraestrutura e outros recursos naturais.

PRIVATE PLACEMENT MEMORANDUM (PPM)	Documento privado aos investidores interessados em investir no fundo, no qual constam os objetivos, riscos e termos da tese de investimento. Este documento será base para o regulamento do fundo.
SECUNDÁRIO	Mercado em que os investidores vendem ou compram posições de outro investidor. Ao vendedor, permite a saída antecipada do fundo para resolver problema de liquidez ou por questões regulatórias, por exemplo. Aos compradores, a vantagem de desconto no valor da cota, em momento que já houve valorização da cota. Essa forma de entrada no ativo tem menos risco que o investimento primário, pois envolve menos tempo em que o capital fica ilíquido, em geral tem retorno mais baixo.
STAKEHOLDERS	Partes que são impactadas pela decisão da organização, no caso das EFPC, os participantes, os patrocinadores, instituidores, órgãos de regulação e supervisão, bem como as partes da sociedade que são impactadas pelas decisões das entidades. Destaca-se que os participantes são os principais sobre os quais recaem os riscos da tomada decisão da EFPC e gestores contratados, que são os agentes da relação.
TAXA DE DESEMPENHO OU DE PERFORMANCE	É o ganho do gestor com o desinvestimento da empresa pelo fundo, depois de obtida determinada taxa mínima de retorno (<i>hurdle rate of return</i>) do fundo.
TAXA INTERNA DE RETORNO (TIR)	Representa a rentabilidade do fundo, que pode ser comparada com taxas de referência. Demonstra um percentual de capitalização médio periódico do capital aportado pelo investidor relativo ao capital retornado ao longo do tempo.
VENTURE CAPITAL	Modalidade ou classe de investimento de <i>private equity</i> , na qual as empresas alvo são aquelas em estágio inicial em seu ciclo de vida (<i>startups</i>), com forte potencial de crescimento pela inovação e desenvolvimento de novos mercados.
WRITE-OFF	Contabilização do ativo a zero no fundo.

ⁱ Este glossário compreende os principais termos técnicos utilizados neste Guia.



Grupo de Trabalho Ad-Hoc

BOAS PRÁTICAS PARA INVESTIMENTOS EM FIP'S

DIRETOR RESPONSÁVEL

Sérgio Wilson
FUNDAÇÃO REAL GRANDEZA

COORDENADORA

Arlete de A. S. Nese
ABRAPP / ON VALOR

MEMBROS

Annette Lopes Pinto
PREVIC

Caroline Guarnieri de Paula do Nascimento
PREVI

Flávio Martins Rodrigues
BOCATER

Ivan Corrêa Filho
ABRAPP

José Carlos Lakoski
FUNDAÇÃO COPEL

Luiz Carlos Cotta
FAECES

Luiz Fernando Brum dos Santos
ELETRA

Peterson Gonçalves
PREVIC

Raphael Xavier Gomes Alves
PETROS

Roberto Eiras Messina
MMLC Advogados

Rogério Tatulli
E-INVEST





www.abrapp.org.br

