

São Paulo, 02 de janeiro de 2013.

À

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS - CVM

Att. Ilustríssimo Senhor Superintendente de Desenvolvimento de Mercado – SDM.

Ref.: Edital de audiência pública SDM nº 09/12.

ANGELINI, CARACIOLO, DE FARO & GREGÓRIO SOCIEDADE DE ADVOGADOS, inscrita na OAB/SP sob o nº 14.168 e no CNPJ/MF sob o nº 16.875.249/0001-80, com sede na Avenida Faria Lima, 3729, 5º andar, São Paulo/SP, CEP 04538-905, em atendimento ao edital de audiência pública acima referido e buscando colaborar para o aperfeiçoamento da regulamentação do mercado de capitais brasileiro, vem perante V. Sa. expor e sugerir o quanto segue.

1. LIMITAÇÃO DE RESPONSABILIDADE DOS COTISTAS. AGRAVAMENTO DO RISCO COM A POSSIBILIDADE DE GARANTIA DE OPERAÇÕES DAS COMPANHIAS INVESTIDAS. DESNÍVEL CONCORRENCIAL PARA FUNDOS DISPERSOS. APROVAÇÃO POR MAIORIA

A minuta posta em discussão pretende possibilitar de forma ampla a concessão de garantias por parte dos Fundos de Investimento em Participações (FIP) em favor de operações das companhias investidas.

A iniciativa louvável da CVM, contudo, faz o mercado rememorar a falta de limitação da responsabilidade dos cotistas, os fornecedores do capital necessário ao funcionamento deste importante veículo de investimento, posto que a concessão de garantia representa grande agravamento dos riscos.

Provavelmente levando este agravamento em consideração, a minuta apresenta regra que restringe a possibilidade do FIP outorgar garantias à hipótese de aprovação unânime dos cotistas em assembleia geral especialmente convocada.

Todavia, tal providência só será possível em casos muito específicos, fundos com poucos ou apenas um único cotista, não sendo minimamente razoável esperar que os cotistas de fundos dispersos aprovem a deliberação, mais ainda no cenário atual em que muitos sequer comparecem aos conclaves convocados.

Sendo assim, os FIPs de capital disperso nunca poderão conceder garantias, restando prejudicados diante de seus concorrentes de capital concentrado, exclusivos ou restritos, o que não beneficia o mercado de capitais nacional, que deve pensar nos fundos de investimento, sobretudo os de private equity, como meio difuso de fomento às médias e pequenas empresas, instrumento para que estas alcancem a poupança popular indiretamente, com a intermediação profissional dos gestores e administradores.

Pensar no FIP de outra maneira, privilegiando aqueles de capital concentrado, é relegar para tão importante veículo de investimento, criador para propulsionar o desenvolvimento econômico, um papel de mero instrumento de planejamento tributário, servindo tão somente ao interesse em específico de alienação de participações societárias do conglomerado que detêm o FIP de forma exclusiva ou restrita.

Ressalta-se, por oportuno, que o mero fato de apenas investidores qualificados poderem investir em FIP não gera a impossibilidade de dispersão do capital, muito menos o ativismo dos cotistas na participação da gestão.

Em um cenário disperso, ou seja, no cenário em que o FIP representa maior potencial ao desenvolvimento da economia e do mercado de capitais nacional, a aprovação de outorga de garantias por parte de um veículo de investimento que não garante limitação de responsabilidade aos seus investidores é completamente impensável, não sendo minimamente crível que vá acontecer.

Sendo assim, entende-se que a CVM, fundamentada na competência que lhe é conferida pela Lei e no seu papel de fomento e proteção ao mercado de títulos e valores mobiliários brasileiro, deveria limitar a responsabilidade dos cotistas dos FIPs, podendo, com isso, liberar a aprovação das garantias por aprovação majoritária dos cotistas.

Normatizada a matéria desta forma dois pontos seriam solucionados, passando os investidores a ter mais interesse na aquisição de cotas desses fundos, em razão da limitação do risco, e as companhias investidas a ter a possibilidade de barateamento de seus financiamentos. Ademais, conforme articulado anteriormente, a figura do fundo disperso restaria privilegiada, sendo certo que os regulamentos de fundos exclusivos e restritos poderão prever a trava da unanimidade se pertinente.

2. SUGESTÃO DE ALTERAÇÕES AO ARTIGO 2º DA INSTRUÇÃO CVM 391

Aproveitando o momento de debate acerca das evoluções de interpretação da norma de regência dos FIPs e parabenizando esta autarquia pela iniciativa, entende-se que além das modificações sugeridas na minuta em discussão, outras imperfeições da Instrução CVM 391, com sua redação atual, podem ser ajustadas, conforme nos posicionamos em sucessivo.

Redação Atual	Proposta de Redação
<p>Art. 2º O Fundo de Investimento em Participações (fundo), constituído sob a forma de condomínio fechado, é uma comunhão de recursos destinados à aquisição de ações, debêntures, bônus de subscrição, ou outros títulos e valores mobiliários conversíveis ou permutáveis em ações de emissão de companhias, abertas ou fechadas, participando do processo decisório da companhia investida, com efetiva influência na definição de sua política estratégica e na sua gestão, notadamente através da indicação de membros do Conselho de Administração.</p>	<p>Art. 2º O Fundo de Investimento em Participações (fundo), constituído sob a forma de condomínio fechado, é uma comunhão de recursos destinados à aquisição de ações, debêntures, bônus de subscrição, ou outros títulos e valores mobiliários de emissão de companhias, abertas ou fechadas, participando do processo decisório da companhia investida, com efetiva influência na definição de sua política estratégica e na sua gestão.</p>
<p>§1º Sempre que o fundo decidir aplicar recursos em companhias que estejam, ou possam estar, envolvidas em processo de recuperação e reestruturação, será</p>	<p>§1º Será admitida a integralização de cotas em bens ou direitos, inclusive créditos, desde que: I – a possibilidade seja expressamente</p>

<p>admitida a integralização de cotas em bens ou direitos, inclusive créditos, desde que tais bens e direitos estejam vinculados ao processo de recuperação da sociedade investida e desde que o valor dos mesmos esteja respaldado em laudo de avaliação elaborado por empresa especializada.</p>	<p>prevista no regulamento do fundo, II – sejam respeitadas as limitações de investimento e composição de carteira definidas nesta instrução e na política de investimentos do fundo, III - os valores estejam respaldados em laudo de avaliação elaborado por empresa especializada, e IV - no caso de companhias envolvidas em processo de recuperação e reestruturação, que tais bens e direitos estejam vinculados ao processo de recuperação da sociedade.</p>
<p>§2º A participação do fundo no processo decisório da companhia investida pode ocorrer:</p> <p>I – pela detenção de ações que integrem o respectivo bloco de controle, II – pela celebração de acordo de acionistas ou, ainda, III – pela celebração de ajuste de natureza diversa ou adoção de procedimento que assegure ao fundo efetiva influência na definição de sua política estratégica e na sua gestão.</p>	<p>§2º A participação do fundo no processo decisório da companhia investida pode ocorrer:</p> <p>I – pela detenção de ações que integrem o respectivo bloco de controle, II – pela celebração de acordo de acionistas, III – pela celebração de ajuste de natureza diversa ou adoção de procedimento que assegure ao fundo efetiva influência na definição de sua política estratégica e na sua gestão, ou, ainda, IV – pela indicação de membros do conselho de administração da companhia investida.</p>
<p>§3º O regulamento do fundo deverá estabelecer os critérios a serem observados para a definição das companhias abertas que possam ser objeto de investimento pelo fundo.</p>	<p>§3º O regulamento do fundo deverá estabelecer os critérios a serem observados para a definição das companhias abertas que possam ser objeto de investimento pelo fundo.</p>
<p>§4º As companhias fechadas referidas no</p>	<p>§4º As companhias fechadas referidas no</p>

<p><i>caput</i> deverão seguir as seguintes práticas de governança:</p> <p>I – proibição de emissão de partes beneficiárias e inexistência desses títulos em circulação;</p> <p>II – estabelecimento de um mandato unificado de 1 (um) ano para todo o Conselho de Administração;</p> <p>III – disponibilização de contratos com partes relacionadas, acordos de acionistas e programas de opções de aquisição de ações ou de outros títulos ou valores mobiliários de emissão da companhia;</p> <p>IV – adesão a câmara de arbitragem para resolução de conflitos societários;</p> <p>V – no caso de abertura de seu capital, obrigar-se, perante o fundo, a aderir a segmento especial de bolsa de valores ou de entidade mantenedora de mercado de balcão organizado que assegure, no mínimo, níveis diferenciados de práticas de governança corporativa previstos nos incisos anteriores; e</p> <p>VI – auditoria anual de suas demonstrações contábeis por auditores independentes registrados na CVM.</p>	<p><i>caput</i> deverão seguir as seguintes práticas de governança:</p> <p>I – proibição de emissão de partes beneficiárias e inexistência desses títulos em circulação;</p> <p>II – criação e funcionamento de um conselho de administração;</p> <p>III – estabelecimento de um mandato unificado de 1 (um) ano para todo o Conselho de Administração;</p> <p>IV – disponibilização de contratos com partes relacionadas, acordos de acionistas e programas de opções de aquisição de ações ou de outros títulos ou valores mobiliários de emissão da companhia;</p> <p>V – adesão a câmara de arbitragem para resolução de conflitos societários;</p> <p>VI – no caso de abertura de seu capital, obrigar-se, perante o fundo, a aderir a segmento especial de bolsa de valores ou de entidade mantenedora de mercado de balcão organizado que assegure, no mínimo, níveis diferenciados de práticas de governança corporativa previstos nos incisos anteriores; e</p> <p>VII – auditoria anual de suas demonstrações contábeis por auditores independentes registrados na CVM.</p>
<p>§5º O investimento poderá ser efetivado através de compromisso, mediante o qual o investidor fique obrigado a integralizar o valor do capital comprometido à medida que o administrador do fundo fizer chamadas, de acordo com prazos,</p>	<p>§5º O investimento poderá ser efetivado através de compromisso, mediante o qual o investidor fique obrigado a integralizar o valor do capital comprometido à medida que o administrador do fundo fizer chamadas, de acordo com prazos,</p>

processos decisórios e demais procedimentos estabelecidos no respectivo compromisso de investimento.	processos decisórios e demais procedimentos estabelecidos no respectivo compromisso de investimento.
§6º Da denominação do fundo deverá constar a expressão "Fundo de Investimento em Participações", não se admitindo que, à denominação do fundo, sejam acrescidos nomes ou expressões que induzam a uma interpretação indevida quanto a seus objetivos, a sua política de investimento ou a seu público alvo.	§6º Da denominação do fundo deverá constar a expressão "Fundo de Investimento em Participações", não se admitindo que, à denominação do fundo, sejam acrescidos nomes ou expressões que induzam a uma interpretação indevida quanto a seus objetivos, a sua política de investimento ou a seu público alvo.
Sem correspondente.	§7º O fundo poderá investir em títulos e valores mobiliários não conversíveis ou permutáveis em ações, desde que a prática seja expressamente prevista em seu regulamento, que, neste caso, deverá detalhar os direitos mínimos necessários ao investimento e o percentual máximo de concentração da carteira nestes ativos.

2.1. TÍTULOS E VALORES MOBILIÁRIOS NÃO CONVERSÍVEIS OU PERMUTÁVEIS.

A redação atual do caput do artigo tem causado diversas discussões sobre a possibilidade ou não de investimento em títulos e valores mobiliários não conversíveis ou permutáveis em ações.

Contudo, passados quase 10 anos de vigência da norma, a CVM¹ já decidiu sobre a questão, apontando no sentido de que a participação do fundo nas companhias investidas será necessariamente política, mas não necessariamente financeira, admitindo-se, portanto, a aquisição de títulos cujo benefício não é atrelado à rentabilidade do empreendimento.

Ressalta-se, neste sentido, que após a mencionada decisão diversos fundos tiveram seus regulamentos registrados perante a CVM mencionando a possibilidade de investimento em títulos e valores não conversíveis ou permutáveis, notadamente debêntures simples, obedecidos os parâmetros de governança e influência na gestão.

¹ *Processo CVM RJ 2005/3402 (reg. Nº 4768/05) – Relator: Ger-2. Reunião do dia 12/07/05.*

Assim, na aquisição de debêntures simples, por exemplo, apesar do fundo não se beneficiar diretamente com a valorização das ações da companhia investida, os requisitos para investimento restarão devidamente preenchidos se houver efetiva influência política na administração do negócio e as normas mínimas de governança corporativa forem respeitadas.

Com efeito, para esclarecer a possibilidade de investimento em valores mobiliários simples, ou seja, não conversíveis ou permutáveis, é interessante que a norma seja revista, facilitando a interpretação, que hoje só pode ser feita corretamente após pesquisa de julgados e documentos, inflando custos e gerando incertezas desnecessariamente.

Ademais, devido ao precedente e aos registros posteriores surgem interpretações por parte de gestores e administradores no sentido de que a possibilidade em questão sequer precisa constar expressamente regida pelo regulamento do fundo, o que efetivamente vem ocorrendo, de forma que a regulamentação também serviria para eliminar esta dúvida corrente do mercado.

2.2. INTEGRALIZAÇÃO EM BENS NOS INVESTIMENTOS FORA DE RECUPERAÇÕES E REESTRUTURAÇÕES

A redação atual do dispositivo em destaque, em seu parágrafo primeiro, se interpretada literalmente, leva a conclusão de que a integralização de cotas do fundo com a transferência de bens e/ou direitos pode ser realizada unicamente em processos de recuperação de companhias em estado de crise econômico-financeira.

Todavia, se a integralização em bens e direitos pode ser realizada em companhias em processos de recuperação, com ainda mais razão deve também ser possível em companhias em estado econômico-financeiro saudável, não havendo razão para limitação neste sentido.

Registra-se, neste sentido, que a norma enseja dúvida novamente desnecessária, tendo a prática dos anos de aplicação demonstrado o entendimento de que não há qualquer limitação à integralização em bens e direitos, exceto no que concerne às regras de composição da carteira dos fundos de investimento em participação e a prévia avaliação do ativo por empresa especializada.

2.3. INDICAÇÃO DE MEMBROS DO CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO DAS COMPANHIAS INVESTIDAS

A redação confusa do caput do artigo ora em comento cria dúvidas acerca da necessidade de indicação de membros do conselho de administração das companhias investidas, o

que na prática do mercado resta superado, podendo o fundo ver garantida sua influência significativa na gestão através de outros meios.

Não obstante, entende-se adequado realocar a menção à indicação de membros do conselho, retirando-a do caput e passando a constar como inciso ao §2º, esclarecendo tratar-se de uma das modalidades de garantia de influência.

2.4. NECESSIDADE DE CRIAÇÃO E FUNCIONAMENTO DE UM CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO

A atual redação do §4º do artigo em comento apresenta a necessidade de unificação do mandato dos membros do conselho de administração das companhias investidas, para que seus valores mobiliários sejam elegíveis à investimento pelos fundos.

Todavia, da redação em destaque não resta suficientemente claro se é necessário ou não que haja um conselho de administração criado e em funcionamento, podendo gerar a interpretação segundo a qual, havendo conselho, os mandatos de seus membros devem ser unificados.

Contudo, verificando-se que todas as demais regra de governança citadas no §4º referem-se às exigências impostas pela legislação societária às companhias abertas, a correta interpretação aponta no sentido de que as companhias investidas necessariamente devem ter conselho de administração, posto que tal obrigação é igualmente imposta às companhias abertas pela Lei 6.0404/76.

Com a pequena modificação sugerida, entende-se que a norma será mais clara, tornando desnecessárias interpretações mais detidas para verificação do direito aplicável, ficando evidente a necessidade de criação e funcionamento do conselho.

3. ENCERRAMENTO

Sendo o que nos havia para o momento, permanecemos à disposição para eventuais esclarecimentos entendidos oportunos por V. Sas. Com votos de elevada estima e consideração.

Bruno Caraciolo Ferreira Albuquerque

Marcelo Janson Angelini