

São Paulo, 2 de janeiro de 2013

À

**COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS – CVM**

Superintendência de Desenvolvimento de Mercado – SDM

At. Ima. Sra. Flavia Mouta Fernandes

Email: [audpublica0912@cvm.gov.br](mailto:audpublica0912@cvm.gov.br)

**Ref.: Edital de Audiência Pública SDM nº 09/12.**

Prezados(as) Senhores(as):

Com o objetivo de contribuir para o aprimoramento da regulamentação dos Fundos de Investimento em Participações – FIP, vimos respeitosamente apresentar nossas sugestões e comentários à minuta de instrução (“Minuta”), trazida a público por meio do Edital de Audiência Pública SDM nº 09/12 (“Edital”), com o objetivo de alterar a Instrução CVM nº 391, de 16 de julho de 2003 (“ICVM 391”).

Primeiramente, vale observar que vemos com bons olhos a iniciativa da CVM de alterar a ICVM 391, especificamente para criar exceção à regra estabelecida no art. 35, III desta instrução, por entender que as alterações propostas na Minuta atendem à necessidade de aperfeiçoamento da regulamentação adequando-a a evolução do mercado de valores mobiliários brasileiro.

Considerando que as alterações à ICVM 391, indicadas na Minuta, sobre o prazo das demonstrações financeiras endereçam nossas preocupações, limitamos a discussão aos pontos especificamente abordados no Edital sobre a possibilidade de outorga de garantia pelo administrador em nome do fundo.

Ratificamos o entendimento do D. Colegiado da CVM, expresso em diversas decisões,<sup>1</sup> em autorizar administradores de FIP a outorgar garantias em nome do fundo mediante (i) aprovação unânime dos cotistas; e (ii) à tomada, pelos mesmos administradores, de providências destinadas a assegurar que o adquirente de cotas ateste formalmente sua ciência sobre o gravame que incide sobre o patrimônio do fundo.

Nossas opiniões e comentários detalhados abaixo refletem 4 sugestões gerais à Minuta sobre os seguintes temas:

- (i) Assembleia Geral de Cotistas: (a) convocação específica; (b) matéria de competência privativa; e (c) quorum de deliberação.

---

<sup>1</sup> Além dos processos listados no Edital, gostaríamos de listar outros que consideramos relevantes: (i) RJ-2008-4122; (ii) RJ-2009-1307; (iii) RJ-2010-490; (iv) RJ-2010-13171; (v) RJ-2011-8729 e (vi) RJ-2011-14068.

- (ii) Regulamento do FIP: previsão expressa da possibilidade de oneração de seus ativos.
- (iii) Termo de Adesão: ciência expressa do novo cotista em relação ao ônus, se existente, e aos riscos dele inerente.
- (iv) Alcance da Exceção: sempre no interesse da companhia investida e/ou de suas controladas.

## I. ASSEMBLEIA GERAL DE COTISTAS

1. Convocação Específica. A Minuta excepciona a vedação prevista no art. 35, III da ICVM 391 à aprovação dos cotistas reunidos em assembleia geral, conforme se observa na proposta de redação do novo inciso III do art. 35 da ICVM 391 contida na Minuta:

“III – prestar fiança, aval, aceite, ou coobrigar-se sob qualquer outra forma, exceto mediante aprovação da unanimidade dos cotistas reunidos em assembleia geral;”

2. Neste dispositivo sugerimos a inclusão da redação proposta pela Superintendência de Relações com Investidores Institucionais – SIN, manifestada nos autos do Processo CVM nº RJ-2011-14068 e ratificada posteriormente pelo Colegiado da CVM, no sentido de que a assembleia geral que deliberar sobre a dação de ativos do FIP em garantia deva ser especificamente convocada para tanto.
3. Por essa razão, sugerimos que a nova redação do inciso III do art. 35 da ICVM 391 passe a ser:

“Art. 35. ....

III – prestar fiança, aval, aceite, ou coobrigar-se sob qualquer outra forma, exceto mediante aprovação prévia da unanimidade dos cotistas reunidos em assembleia geral especialmente convocada para deliberar sobre a matéria;”

4. Competência Privativa. Não obstante a nova redação do inciso III do art. 35 da ICVM 391, proposta na Minuta, estabelecer que a decisão sobre a oneração do patrimônio do FIP cabe aos cotistas reunidos em assembleia geral, entendemos ser importante a inclusão de referida matéria no rol taxativo de competências privativas da assembleia geral do art. 15 da ICVM 391.
5. Essa sugestão está em linha com a intenção de deixar a norma coesa e de fácil interpretação, não deixando espaço, por exemplo, para discussões sobre a possibilidade de delegação de competências.
6. Tomamos a liberdade de sugerir a inclusão de novo inciso ao art. 15 da ICVM 391, nos termos abaixo:

“Art. 15. ....

XI – deliberar sobre a outorga de ativos do fundo em garantia na forma do inciso III do art. 35 desta Instrução.”

7. Na mesma linha que motivou essa inclusão, o §2º do art. 15 da ICVM 391 também deverá ser alterado para refletir a necessidade de aprovação de maioria qualificada sobre o tema, da seguinte forma:

“§2º As deliberações de assembléia geral de cotistas devem ser adotadas por votos que representem a maioria dos presentes, ressalvadas aquelas referidas nos incisos II, III, IV, VI, VII, VIII, IX e XI deste artigo, e no inciso V desse mesmo artigo, caso não haja previsão para a emissão de novas cotas, que somente podem ser adotadas por maioria qualificada previamente estabelecida no regulamento do fundo ou nesta Instrução no caso do inciso XI.”

8. **Quorum Qualificado.** São raríssimas as vezes que nos deparamos com quoruns qualificados que demandem aprovação unânime sobre determinada matéria na legislação brasileira, justamente por se considerar que o consenso total é algo muitas vezes inatingível, sem mencionar em outorgar a um minoritário um poder de veto não condizente com o seu investimento. A eventual discordância sobre qual rumo tomar sobre certo assunto é intrínseca à comunhão de interesses de pessoas distintas.
9. Nosso ordenamento jurídico, como regra geral, estabelece que decisões sejam tomadas pela vontade da maioria<sup>2</sup> e abre algumas exceções para casos específicos de maior relevância, criando quoruns qualificados que visam coibir, principalmente, o abuso do poder de controle.
10. Considerando o caso em tela, não vemos razão para se exigir que a outorga de garantia sobre ativos do FIP demande aprovação da unanimidade dos cotistas presentes na assembleia, pelos seguintes motivos:
- (i) O público-alvo dos FIP, formado por investidores qualificados;
  - (ii) A intenção da norma em permitir que com a outorga de garantia o capital das companhias investidas pelo FIP se torne menos custoso, atendendo à estratégia de investimento dos fundos;
  - (iii) A impossibilidade de se concretizar alguma operação relevante da companhia investida em razão da não concordância de uma parcela inexpressiva dos cotistas do FIP;

---

<sup>2</sup> Como se observa da redação: do art. 47 da Constituição Federal, dos arts. 48, 999 e 1.010 do Código Civil, do art. 129 da Lei nº 6.404/76, do art. 52 da Instrução CVM 409/04, do §2, art. 15 da ICVM 391.

- (iv) O uso do quorum super-qualificado como abuso da minoria; e
  - (v) O benefício que a prestação de garantia pelo fundo pode significar para o sucesso das companhias investidas e, portanto, retorno a seus investidores.
11. Propomos dessa forma, buscando evitar que a nova instrução vire letra morta e barre a tomada de uma decisão que vise a criação de valor para os cotistas do FIP, que o regulamento do fundo possa prever outro quorum qualificado, que não o unânime, para aprovação da outorga de garantias. Assegurando, portanto, que a decisão seja tomada pelos cotistas da forma que eles entenderem ser mais benéfica como explicado abaixo.
  12. Nesse sentido, sugerimos a inclusão de um novo parágrafo ao art. 35 da ICVM 391, com a seguinte redação:
 

“Art. 35. ....  
§2º O regulamento do fundo poderá prever quorum diverso para a deliberação prevista no inciso III deste artigo, desde que referido quorum não seja inferior à maioria dos presentes em qualquer assembleia geral.”
  13. A redação deste novo parágrafo busca manter o equilíbrio das relações entre os cotistas do FIP fundamentalmente em razão do princípio da vontade da maioria previsto em nosso ordenamento jurídico. Assim, a partir da vigência da nova norma, o adquirente de cotas do FIP deverá pautar sua decisão considerando a possibilidade de oneração do patrimônio do fundo em benefício das companhias que fazem parte de seu portfólio.
  14. Contudo, não podemos deixar de considerar que os cotistas dos fundos já em funcionamento tomaram sua decisão de investimento baseado em uma situação que poderá ser substancialmente alterada caso o patrimônio do fundo possa passar a ser onerado por decisão dos cotistas.
  15. Neste sentido, e tendo em vista que a alteração do regulamento do fundo é matéria que exige a aprovação apenas da maioria dos cotistas presentes na assembleia,<sup>3</sup> aproveitamos para propor uma matéria de disposição na Minuta que proteja os interesses dos cotistas dos fundos já em funcionamento.
  16. Propomos como alternativa que os administradores e/ou os cotistas dos fundos já em funcionamento que queiram alterar o regulamento do FIP para prever um quorum qualificado diferente àquele do inciso III em análise, convoquem assembleia geral com esse fim; sendo que a deliberação desta alteração ao regulamento demandará a aprovação da unanimidade dos cotistas presentes na assembleia geral.

---

<sup>3</sup> De acordo com o §2º do art. 15 da ICVM 391.

17. Por esses motivos, tomamos a liberdade de sugerir uma disposição à Minuta, nos termos abaixo:

“Art. 2º A alteração do regulamento dos fundos que estiverem em funcionamento para modificação do quorum previsto no inciso III do art. 35 da Instrução CVM nº 391, de 16 de julho de 2003, deverá ser tomada pela unanimidade dos cotistas reunidos em assembleia geral.

§1º O administrador do fundo deverá encaminhar à CVM, através do Sistema de Envio de Documentos disponível na página da CVM na rede mundial de computadores, a ata da assembleia geral referida neste artigo.”

18. Adicionalmente, caso Vossas Senhorias compartilhem de nosso entendimento sobre este ponto, sugerimos que a redação do novo parágrafo ao art. 35 da ICVM 391, proposto no item 12 acima, faça referência à esta disposição para evitar discussões desnecessárias que possam surgir.

## II. REGULAMENTO DO FIP

19. Acreditamos que a possibilidade de oneração do patrimônio do FIP deva estar expressamente prevista nos regulamento do fundo por uma questão de transparência, possibilitando uma melhor avaliação e compreensão das atividades e das políticas do fundo pelo mercado.
20. Neste sentido, propomos um novo inciso ao art. 6º da ICVM 391, da seguinte forma:

“Art. 6. ....

XXIII – possibilidade de outorga de ativos do fundo em garantia na forma do inciso III do art. 35 desta Instrução.”

## III. TERMO DE ADESÃO

21. Ratificamos o entendimento desta D. Autarquia sobre a obrigação do administrador do fundo em assegurar, no ato de transferência da titularidade das cotas do fundo, que o adquirente tenha conhecimento de todas as garantias existentes, conforme redação sugerida na Minuta.
22. Contudo, mais uma vez sugerimos a inclusão da redação proposta pela Superintendência de Relações com Investidores Institucionais – SIN,<sup>4</sup> no sentido de que a obrigação do administrador de informar o novo cotista se estende sobre as garantias prestadas e os riscos delas decorrentes, da seguinte forma:

“Art. 35. ....

---

<sup>4</sup> Manifestada nos autos do Processo CVM nº RJ-2011-14068.

§1º Caso existam garantias prestadas pelo fundo, conforme disposto no inciso III deste artigo, o Regulamento deverá estabelecer que na hipótese de ocorrer transferência de cotas, o novo cotista só poderá ser inscrito no livro "Registro de Cotistas" ou na conta de depósito, conforme o caso, após o administrador recolher seu termo de ciência sobre as garantias prestadas e os riscos delas decorrentes."

**IV. ALCANCE DA EXCEÇÃO**

23. De modo a assegurar a efetividade da nova norma e coibir abusos com a utilização do patrimônio do fundo para garantir operações não relacionadas com as companhias investidas pelo FIP, sugerimos que haja uma limitação geral ao alcance da exceção proposta no Edital.
24. Dessa forma, apenas operações de (i) financiamento; (ii) aquisição ou alienação de ativos; e/ou (iii) aquisição ou alienação de participação societária, envolvendo as companhias investidas e/ou suas controladas poderão ser beneficiadas pela outorga do patrimônio do fundo em garantia.
25. Por esses motivos, entendemos que deveria ser incluindo um novo parágrafo ao art. 35 da ICVM 391, com a seguinte redação:

"Art. 35. ....

§3º A operação prevista no inciso III deste artigo somente poderá ser realizada no estrito interesse das companhias investidas pelo fundo ou suas controladas e, cumulativamente, desde que esteja alinhada com a estratégia de investimento do fundo."

26. Para facilitar a visualização de todas as sugestões feitas acima, compilamos nossos comentários à Minuta no **Anexo I** à presente carta.

\* \* \*

Sendo o que nos cabia para o momento, aproveitamos a oportunidade para apresentar nossos elevados protestos de consideração e apreço.

Permanecemos à disposição para quaisquer esclarecimentos adicionais.

Atenciosamente,

  
Candido, Martins & Galizzi Advogados

ANEXO I  
COMPILAÇÃO DOS COMENTÁRIOS À MINUTA DA NOVA INSTRUÇÃO

INSTRUÇÃO CVM Nº [●], DE [●] DE [●] DE 2013

Altera dispositivos da Instrução CVM nº 391, de  
16 de julho de 2003.

O **PRESIDENTE DA COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS - CVM** torna público que o colegiado, em reunião realizada em [●] de [●] de [●], com fundamento no disposto nos arts. 2º, inciso IX, 4º, inciso VI, 8º, inciso I, 18, inciso II, da Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976, **APROVOU** a seguinte Instrução:

Art. 1º Os arts. 6, 15, 32 e 35 da Instrução CVM nº 391, de 16 de julho de 2003, passam a vigorar com a seguinte redação:

“Art. 6. ....

XXIII – possibilidade de outorga de ativos do fundo em garantia na forma do inciso III do art. 35 desta Instrução.<sup>5</sup>

.....”(NR)

“Art. 15. ....

I – tomar, anualmente, as contas relativas ao fundo e deliberar, em até 120 (cento e vinte) dias após o término do exercício social, sobre as demonstrações financeiras apresentadas pelo administrador;

.....

XI – deliberar sobre a outorga de ativos do fundo em garantia na forma do inciso III do art. 35 desta Instrução.<sup>6</sup>

.....

“§2º As deliberações de assembléia geral de cotistas devem ser adotadas por votos que representem a maioria dos presentes, ressalvadas aquelas referidas nos incisos II, III, IV, VI, VII, VIII, IX e XI deste artigo, e no inciso V desse mesmo artigo, caso não haja previsão para a emissão de novas cotas, que somente podem ser adotadas por

---

<sup>5</sup> Vide itens 19 e 20 da carta.

<sup>6</sup> Vide itens 4, 5 e 6 da carta.

maioria qualificada previamente estabelecida no regulamento do fundo ou nesta Instrução no caso do inciso XI.”(NR)<sup>7</sup>

“Art. 32. ....

.....

Parágrafo único. As informações de que trata a alínea “a” do inciso II do **caput** devem ser enviadas à CVM com base no calendário civil, e as informações de que tratam as alíneas “b”, “c” e “d” do inciso II do **caput** devem ser enviadas à CVM com base no exercício social do fundo.”(NR)

“Art. 35. ....

III – prestar fiança, aval, aceite, ou coobrigar-se sob qualquer outra forma, exceto mediante aprovação prévia da unanimidade dos cotistas reunidos em assembleia geral especialmente convocada para deliberar sobre a matéria;<sup>8</sup>

.....

§1º Caso existam garantias prestadas pelo fundo, conforme disposto no inciso III deste artigo, o Regulamento deverá estabelecer que na hipótese de ocorrer transferência de cotas, o novo cotista só poderá ser inscrito no livro “Registro de Cotistas” ou na conta de depósito, conforme o caso, após o administrador recolher seu termo de ciência sobre as garantias prestadas e os riscos delas decorrentes.<sup>9</sup>

§2º Observado o disposto no art. 2º da Instrução CVM Nº [●], de [●] de [●] de 2013, o regulamento do fundo poderá prever quorum diverso para a deliberação prevista no inciso III deste artigo, desde que referido quorum não seja inferior à maioria dos presentes em qualquer assembleia geral.<sup>10</sup>

§3º A operação prevista no inciso III deste artigo somente poderá ser realizada no estrito interesse das companhias investidas pelo fundo ou suas controladas e, cumulativamente, desde que esteja alinhada com a estratégia de investimento do fundo.”(NR)<sup>11</sup>

Art. 2º A alteração do regulamento dos fundos que estiverem em funcionamento para modificação do quorum previsto no inciso III do art. 35 da Instrução CVM nº 391, de 16 de

---

<sup>7</sup> Vide item 7 da carta.

<sup>8</sup> Vide itens 1, 2 e 3 da carta.

<sup>9</sup> Vide itens 21 e 22 da carta.

<sup>10</sup> Vide itens 8 - 13 da carta.

<sup>11</sup> Vide itens 23, 24 e 25 da carta.



julho de 2003, deverá ser tomada pela unanimidade dos cotistas reunidos em assembleia geral.<sup>12</sup>

§1º O administrador do fundo deverá encaminhar à CVM, através do Sistema de Envio de Documentos disponível na página da CVM na rede mundial de computadores, a ata da assembleia geral referida neste artigo.

Art. 3º Esta Instrução entra em vigor na data de sua publicação.

Original assinado por  
**LEONARDO P. GOMES PEREIRA**  
Presidente

---

<sup>12</sup> Vide itens 14 - 18 da carta.