

São Paulo, 28 de dezembro de 2012.

À

**COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS – CVM**

A/C Superintendência de Desenvolvimento de Mercado

Rua Sete de Setembro nº 111, 5º andar

20050-901 Rio de Janeiro, RJ

(via e-mail: [audpublica0912@cvm.gov.br](mailto:audpublica0912@cvm.gov.br))

**Ref.: EDITAL DE AUDIÊNCIA PÚBLICA SDM Nº 09/12**

Prezados Senhores,

Em atenção ao Edital em referência (“**Edital**”), e no intuito de contribuir com os trabalhos dessa Superintendência, apresento a V. Sas. comentários e sugestões sobre a minuta de Instrução (“**Minuta**”) destinada a alterar a Instrução CVM nº 391, de 16 de julho de 2003 (“**ICVM 391**”), que dispõe sobre a constituição, o funcionamento e a administração dos Fundos de Investimento em Participações (“**FIP**”), nos tópicos referentes (a) à prestação de garantias em nome do fundo e (b) ao prazo para deliberação sobre as demonstrações financeiras.

Sumarizando a análise percorrida nos parágrafos abaixo, sugere-se, na forma do Anexo à presente:

- (a) alterar a redação do art. 35, III, da ICVM 391, de forma a permitir que a deliberação referente à prestação de garantias ou coobrigação pelos FIPs seja regulada por *quórum especial*, nos termos do respectivo regulamento ou, subsidiariamente, pela *maioria dos quotistas reunidos em assembleia geral*, caso não haja disposição específica;
- (b) alterar a redação do art. 15, I, da ICVM 391, de forma a substituir a expressão “*em até 120 (cento e vinte) dias após o término do exercício social*” para “*em até 4 (quatro) meses do término do exercício social*”;
- (c) realizar oportunamente audiência pública e coleta de sugestões semelhantes à presente, visando à *alteração de dispositivos equivalentes em outros instrumentos normativos de fundos de investimento*, tais como a Instrução CVM nº 209, de 24 de março de 1994 (“**ICVM 209**”), que regula os Fundos Mútuos de Investimento em Empresas Emergentes (“**FMIEE**”).

I. Comentários à proposta de alteração do art. 35, III, da ICVM 391.

1.1 O artigo 35, III, da ICVM 391, conforme alterada e em vigor, estabelece:

*Art. 35. É vedado ao administrador, direta ou indiretamente, em nome do Fundo:*

*(...)*

*III – prestar fiança, aval, aceite ou coobrigar-se sob qualquer outra forma;*

*(...)*

1.2 Redação quase idêntica já havia sido conferida ao art. 38 da ICVM 209, que dispôs sobre a constituição, o funcionamento e a administração dos FMIEE<sup>1</sup>.

1.3 Com atenção ao art. 35 da ICVM 391, a expressão “direta ou indiretamente” permite a interpretação segundo a qual, por exemplo, seria vedado ao administrador do FIP votar, na qualidade de acionista de determinada sociedade controladora, a outorga de garantia por parte desta em favor de sociedade controlada. Ainda que assim não fosse, outra possível interpretação do dispositivo indicaria a nulidade *ipso facto*, ou ineficácia, de garantia outorgada por sociedade controladora que viesse a ser incorporada por sua própria controlada, acontecimento jurídico de comum ocorrência. Apenas esses exemplos apresentam situações que confirmam as dificuldades práticas advindas da atual redação do dispositivo, em acréscimo às considerações constantes do próprio Edital.

1.4 Tal como ressaltado no Edital, não é vedado ao FIP outorgar garantias a terceiros, especialmente em favor de companhias nas quais detenha participação acionária. A vedação se refere à autonomia do órgão do FIP que detém a competência para tal ato; é o *administrador*, na qualidade de representante legal do fundo, que não poderá conceder garantias. Não há, todavia, proibição de que órgão com competência superior à do administrador – e aqui se fala na assembleia de quotistas – autorize a oneração de bens do seu patrimônio, ou a assunção de coobrigação de terceiro.

1.5 O ponto que vale ressaltar é este: sendo possível ao FIP outorgar garantias ou coobrigar-se por terceiros, a vedação é no sentido de que o administrador do FIP não o faça sem autorização do órgão que expressa a vontade dos quotistas, a assembleia geral. Ou seja, é uma limitação aos poderes gerais de administração e gestão; tal como, em sede de sociedades anônimas, é proibido que diretores decidam emitir debêntures ou partes

---

<sup>1</sup> O *caput* de referido art. 38 da ICVM 209 exclui apenas a expressão “direta ou indiretamente”.

beneficiárias sem autorização da assembleia geral de acionistas (respectivamente, arts. 59 e 122, VII, da Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976 – “Lei das S.A.”).

- 1.6 Não fosse assim, as autorizações concedidas por essa Autarquia para que FIPs outorgassem garantias em favor de terceiros não teriam sido efetivadas. Os numerosos julgados do Colegiado dessa Autarquia, conforme indicados no próprio Edital, exigem a observância de algumas medidas de cautela, em consonância com a leitura de que compete à assembleia de quotistas deliberar a respeito.
- 1.7 Uma interpretação singela permitiria concluir que, atendidos os requisitos de quórum de instalação e de deliberação assemblear exigidos pela ICVM 391 (e, eventualmente, pelo Regulamento dos FIPs que tragam disposição a respeito), a autorização pela assembleia de quotistas para concessão de garantias reais ou fidejussórias seria válida e eficaz, na medida em que expressam decisão soberana dos quotistas, sem violar regra legal ou regulamentar aplicável. Por todos, reproduz-se trecho de decisão tomada em 28 de junho de 2011 pelo Colegiado dessa Autarquia, nos autos do Processo nº RJ-2011/3536:

*O Colegiado, acompanhando a manifestação da área técnica consubstanciada no MEMO/CVM/SIN/GIE/Nº92/11, deliberou pelo deferimento das dispensas pleiteadas, sujeitas às seguintes condições: (i) obtenção de prévia aprovação pela unanimidade dos cotistas reunidos em assembleia geral; e (ii) os administradores devem tomar providências destinadas a assegurar que os adquirentes de cotas no mercado secundário atestem sua ciência sobre o gravame que incide sobre o patrimônio do fundo anteriormente à sua aceitação no mesmo.*

- 1.8 Ainda, por oportuno, segue trecho relevante das conclusões veiculadas na Manifestação Técnica a que se refere a citada decisão do Colegiado da CVM (SIN MEMO/CVM/SIN/GIE/nº92/2011)<sup>2</sup> – grifos nossos:

*[E]ntendemos que a dação em garantia de ativos deve ser condicionada (i) à prévia aprovação em assembléia geral de cotistas, de acordo com o quorum previsto no Regulamento dos fundos; e (ii) ao compromisso da instituição administradora de adotar procedimentos que assegurem que, na hipótese de ocorrer transferência de cotas, o cessionário será previamente cientificado sobre as garantias outorgadas pelo fundo, através de termo próprio. (...)*

*Parece-nos, entretanto, que na hipótese de o Colegiado responder positivamente aos pedidos de dispensa de requisito, existem algumas precauções a serem tomadas antes de as operações prosseguirem conforme apresentadas. Acreditamos que a dispensa deveria observar as condicionantes abaixo:*

---

<sup>2</sup> Íntegra disponível em <http://www.cvm.gov.br/port/descol/respdecis.asp?File=7744-0.HTM> [acesso em 28 de dezembro de 2012].

*\* Obtenção de prévia aprovação pela unanimidade dos cotistas reunidos em assembleia geral ou, alternativamente;*

*\* Aprovação por maioria simples, desde que esteja assegurada a existência de mecanismos de saída do fundo para os eventuais cotistas dissidentes; e, em ambas as hipóteses;*

*\* Tomada, pelos administradores, de providências destinadas a assegurar que o adquirente de cotas no mercado secundário ateste sua ciência sobre o gravame que incide sobre o patrimônio do fundo anteriormente a sua aceitação no mesmo. (...)*

- 1.9 Quanto a esse aspecto dos julgados, em resumo, essa Autarquia entende ser possível a outorga de garantias reais ou fidejussórias por FIP, conclusão que pode ser estendida aos FMIEEs. Estabelece como condições gerais, entretanto, o dever de informar a potenciais adquirentes das quotas sobre o gravame, bem como a deliberação unânime pela assembleia de quotistas – ou, alternativamente, a deliberação majoritária com possibilidade de um certo “direito de retirada” do quotista dissidente.
- 1.10 Neste particular, a redação da Minuta vai além das deliberações anteriores dessa Autarquia, na medida em que propõe permitir a outorga de garantias pelo FIP somente mediante deliberação *unânime* dos quotistas, reunidos em assembleia geral. Unanimidade esta que não encontra paralelo em quaisquer outras deliberações possíveis no quadro regulatório dos fundos de investimento. Mesmo a manifestação da área técnica admite que quórum inferior pode ser estipulado em regulamento, hipótese da qual a Minuta não se ocupa.
- 1.11 O dever de informar eventuais adquirentes das quotas no mercado secundário é medida salutar, sobre a qual se dispensam maiores comentários. Mas podem ser feitos comentários quanto à interpretação, em termos genéricos, de que seja exigível a deliberação unânime da assembleia de quotistas. Existe disposição expressa sobre quórum qualificado de deliberação pela assembleia geral de quotistas (art. 15, § 2º, da ICVM 391, bem assim a ICVM 209, arts. 14, § único e 15, § 3º). Fora isso, tratando-se o FIP de um condomínio fechado, regido pelas regras comuns do direito civil, as deliberações dos quotistas são obrigatórias, desde que tomadas por maioria absoluta (Código Civil, art. 1.325, § 1º).
- 1.12 Mais ainda, também no contexto das deliberações societárias das companhias (tal como referido no item 1.5 acima), a constituição de ônus reais e a prestação de garantias somente pode ser efetivada quando autorizada pelo conselho de administração (art. 142, VIII, da Lei das S.A.). O mesmo dispositivo excepciona, porém, a necessidade dessa autorização se o estatuto social da companhia contiver *norma específica* a respeito.

- 1.13 Analogamente à legislação societária, é de toda conveniência *permitir a inserção voluntária de regra, no regulamento do FIP, que discipline as condições para que este outorgue garantias ou se coobrigue*. A sugestão, portanto, é para que a competência para essa deliberação seja exercida pela assembleia geral. Primariamente, segundo regra estipulada no regulamento do FIP (tal como já previsto nas hipóteses do art. 15, § 2º, da ICVM 391); supletivamente, por maioria dos quotistas reunidos em assembleia geral, se o regulamento for omissis. É de todo vantajoso que seja privilegiado o autorregramento da vontade dos quotistas em matérias que digam respeito a seus próprios interesses patrimoniais, sob pena de se caracterizar imprópria intervenção estatal na tutela de questões estritamente privadas.
- 1.14 A título de comparação, a aprovação da alteração do regulamento do FIP e a própria liquidação do fundo demanda maioria qualificada, a ser disciplinada no respectivo regulamento (art. 15, II e IV; e § 2º, da ICVM 391). Também comparativamente, as mesmas deliberações no contexto dos FMIEEs exigem maioria absoluta dos quotistas (arts. 12, II e IV; e 14, § único, da ICVM 209). Desde um ponto sentido sistemático, como poderiam deliberações tão sensíveis, como as sobre extinção do fundo, demandar quórum superior ao da concessão de garantias ou de coobrigação?
- 1.15 Quanto à hipótese de a outorga de garantias ou coobrigação pelo FIP ensejar alguma modalidade de mecanismo de saída do quotista, e ainda tendo por base as regras em vigor, não há previsão legislativa ou regulamentar prevendo a possibilidade de retirada do dissidente. A este será possível a alienação de suas quotas, aos demais quotistas ou no mercado secundário. Além disso, sendo um condomínio fechado, o quotista tem conhecimento dos riscos inerentes ao investimento, quanto mais em se tratando de investidores institucionais. Mesmo a inclusão de dispositivo no regulamento do FIP permitindo um tal direito de recesso poderia ter sua validade questionada, na medida em que as normas aplicáveis à espécie são omissas.
- 1.16 De forma a suportar a sugestão ora proposta quanto ao mecanismo para autorizar a outorga de garantias e coobrigação pelos FIPs, um último ponto pode ser destacado. A finalidade da proibição que administradores coobriguem algum FIP ou em nome deste outorguem garantias é dupla. Em primeiro lugar, evitar a ocorrência de conflitos de interesse entre os titulares da gestão e controle (administração) e propriedade (quotistas), numa clássica aplicação da teoria da agência; em segundo, e como decorrência, garantir que não haja confusão patrimonial ou concentração inadequada de riscos de investimento pelo administrador.

- 1.17 A tutela desses interesses encontra expressão no art. 36 da ICVM 391, que sujeita à autorização da maioria dos quotistas (a) a aplicação de recursos em companhias nas quais concorram partes relacionadas – administradores, gestores, membros de órgãos e quotistas; e (b) a realização de operações do FIP em que este seja contraparte de tais partes relacionadas.
- 1.18 Assim, por uma questão de ponderação e dosimetria dos interesses envolvidos, não parece adequado exigir quórum deliberativo da unanimidade dos quotistas para coobrigação e prestação de garantias pelo FIP, quando a própria autorização para operações com partes relacionadas e potencialmente conflitantes exige concordância da maioria dos quotistas. Harmonizar a exigência de quantidade mínima de quotistas em situações com semelhantes efeitos é conveniente e evita a ocorrência de antinomias, contradições e equívocos em matéria de deliberações sociais, sem prejudicar os interesses dos envolvidos.

## II. Comentários à proposta de alteração do art. 15, I, da ICVM 391.

- 2.1 O artigo 15, I, da ICVM 391, conforme alterada e em vigor, estabelece:

*Art. 15. Competirá privativamente à assembléia geral de cotistas:*

*I – tomar, anualmente, as contas relativas ao fundo e deliberar, até 30 de junho de cada ano, sobre as demonstrações contábeis apresentadas pelo administrador;*

*(...)*

- 2.2 A propósito da proposta de alteração do prazo para deliberação sobre as demonstrações financeiras de FIPs, a sugestão é de mero ajuste à nova redação proposta ao art. 15, I, da ICVM 391, para que conste a expressão já consagrada “até 4 (quatro) meses do término do exercício social”, em vez de “até 120 (cento e vinte) dias após o término do exercício social”.
- 2.3 Na legislação em vigor, os prazos finais para a tomada de contas anual e deliberação sobre as demonstrações financeiras do exercício social anterior é contado em meses, e não em dias, permitindo encerramento exato ao fim do primeiro trimestre do exercício social subsequente. Assim, por exemplo, a tomada de conta dos administradores, exame, discussão e votação das demonstrações financeiras, em assembleia geral ordinária de companhia (art. 132, I, da Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976) e tomada de conta dos administradores e deliberação sobre o balanço anual e de resultado econômico, em assembleia ou reunião de sócios de sociedade limitada (art. 1.078 do Código Civil). Deliberação de semelhante natureza, mas para outros fins, obedece ao mesmo prazo: a

apresentação de relatório do agente fiduciário à comunhão dos debenturistas de companhia (art. 68, § 1º, b, da Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976).

- 2.4 Essas considerações permitem apreender a intenção de harmonizar os períodos necessários à execução de atividades de natureza administrativa, garantindo-se a segurança jurídica necessária na cronologia dos fatos e atos relevantes. Embora a sugestão ora apresentada pareça de menor importância ou relevância, servirá para conceder prazo adicional aos FIPs para adequação de sua escrituração. Proporcionará, ainda, absoluta certeza e conveniência quanto à contagem do efetivo termo para realização da assembleia de quotistas que vier a deliberar sobre o tema.

III. Observações adicionais para futuro aproveitamento.

- 3.1 Os comentários ora levados a efeito analisaram estritamente as propostas do Edital voltadas à alteração da ICVM 391, que regulamenta os FIPs. Mas procurou-se, da mesma maneira, traçar as mesmas observações paralelamente à regulação atual conferida aos FMIEE, regidos pela ICVM 209. O intento foi proposital, na medida em que parece ser conveniente a disciplina harmônica de regras sobre fundos de investimento com finalidades ou propósitos semelhantes, dentro de uma categoria de ativos similares; diferente seria a situação, por exemplo, dos fundos de investimento amparados pela Instrução CVM nº 409, de 18 de agosto de 2004.
- 3.2 Como o Edital refere-se apenas à Minuta de alteração da ICVM 391, sugere-se que procedimento homólogo de audiência pública e coleta de sugestões seja adotado para futura modificação dos termos da ICVM 209, referente aos FMIEE, bem como de outros instrumentos normativos relativos a fundos de investimento, em que as modificações ora propostas pelo Edital possam ser convenientemente adotadas.

Sendo estes os comentários e sugestões que se pretendia apresentar, aproveito a oportunidade para renovar meus votos de elevada estima e consideração.

Cordialmente,



Flavio Augusto Picchi  
OAB/SP nº 207.033

ANEXO: Versão comentada da Minuta de 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. 15, 32 e 35 da Instrução CVM nº 391, de 16 de julho de 2003, passam a vigorar com a seguinte redação:

“Art. 15. ....

I – tomar, anualmente, as contas relativas ao fundo e deliberar, em até ~~120 (cento e vinte) dias após~~ 4 (quatro) meses do término do exercício social, sobre as demonstrações financeiras apresentadas pelo administrador;

.....” (NR)

“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. ....

.....



ANEXO: Versão comentada da Minuta de Instrução

III – prestar fiança, aval, aceite, ou coobrigar-se sob qualquer outra forma, exceto mediante aprovação da ~~unanimidade~~maioria dos cotistas reunidos em assembleia geral, ou por quórum superior definido no regulamento do fundo;

.....

Parágrafo único. Caso existam garantias prestadas pelo fundo, conforme disposto no inciso III, o administrador deve assegurar, no ato de transferência da titularidade das cotas, que o adquirente tenha conhecimento de todas as garantias existentes.”(NR)

Art. 2º Esta Instrução entra em vigor na data de sua publicação.

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