

À Superintendência de Desenvolvimento de Mercado

Ref: EDITAL DE AUDIÊNCIA PÚBLICA SDM Nº07/2013

Diante do edital de audiência pública supra mencionado, apresentamos os seguintes comentários em relação à proposta de alteração da Instrução Normativa CVM 391, de 16 de julho de 2003, que dispõe sobre a constituição, o funcionamento e a administração dos Fundos de Investimento em Participações.

Em relação ao inciso I do parágrafo sétimo do artigo 2º da Instrução CVM 391, a utilização do conceito de patrimônio líquido (“PL”) do fundo como base para a definição de percentual a ser aplicado em companhias listadas em segmento especial de negociação voltado ao mercado de acesso gera uma significativa possibilidade de desenquadramento passivo do fundo, em face da constante variação do PL, e praticamente inviabiliza investimentos em empresas listadas neste segmento, sem efetiva influência na gestão, no início do fundo, dado que o PL do fundo, utilizado na proposta como o balizador para fins de enquadramento, será, nesse primeiro momento, praticamente equivalente ao montante aplicado na empresa. A título de exemplo, em um fundo que tem como objetivo realizar 5 operações com tamanho equivalente, só seria possível o investimento em uma companhia sem a efetiva influência na gestão na quinta operação, pois só neste momento haveria uma base de patrimônio líquido suficiente para se realizar uma operação relevante.

Desta forma, visando equacionar estes problemas, propõe-se à Comissão de Valores Mobiliários analisar a viabilidade de se utilizar, como base para o percentual, algo menos volátil e passível de controle, tal como o capital subscrito. A adoção desta medida possibilitará o investimento, nos primeiros anos do fundo, em empresas listadas sem o requisito efetivo de influência na definição de sua política estratégica e na sua gestão e, ainda, evitará casos de desenquadramento passivo da carteira.

Propõe-se, ainda em relação ao parágrafo 7º, inciso I, partindo do pressuposto de que a lei é um standard mínimo a ser seguido e de que outras regras de governança já estabelecidas na ICVM nº 391 devem permear todo o texto do normativo, que o inciso em tela contemple que as empresas, além de estarem listadas em segmento diferenciado de mercado de acesso que preveja regras de governança mais rígidas que a lei, necessariamente, nos mesmos moldes dos incisos II, III e IV do Artigo 2º, § 4º do normativo em epígrafe, cumpram os seguintes requisitos:

- 1 - mandato unificado de 01 (um) ano para todo o Conselho;
- 2- disponibilizem todos os contratos com partes relacionadas, acordos de acionistas e programas de opções de aquisição de ações ou de outros títulos ou valores mobiliários de sua emissão;
- 3- adiram a câmara de arbitragem para a resolução de conflitos societários.

Em relação ao inciso II do parágrafo sétimo do artigo 2º, propõe-se à Comissão de Valores Mobiliários um esclarecimento acerca do conceito “fase de desinvestimento das companhias investidas”. Apesar de o edital expor no item 2.2 que é compreensível que a efetiva influência na definição da política estratégica e gestão deixem de ser exigíveis quando o fundo efetivamente iniciou sua fase de desinvestimento e que, após a oferta inicial de uma

companhia e a adoção de uma estratégia de desinvestimento gradual, seria importante permitir a redução na gestão da companhia na medida em que diminui sua participação, ainda resta dúvida e insegurança sobre qual o momento em que o fundo pode abrir mão de sua influência na gestão das companhias. Diante disto, torna-se imperioso um esclarecimento acerca deste conceito ou sua substituição por “período de desinvestimento do fundo”, conceito já difundido entre os investidores dos fundos regidos pela Instrução CVM 391.

Quanto ao percentual de 20% utilizado no item I do parágrafo sétimo do artigo 2º, cabe tecer os seguintes comentários:

As pequenas e médias empresas (“PMEs”) são fundamentais para promover o crescimento econômico, criar empregos e renda, e melhorar as condições de vida da população. Segundo dados do IBGE, elas representam 20% do PIB brasileiro, são responsáveis por 60% dos 94 milhões de empregos no Brasil, e constituem 99% dos 6 milhões de estabelecimentos formais existentes no país. Entretanto, observa-se no mercado de capitais brasileiro que empresas incapazes de justificar ofertas públicas inferiores a R\$ 400 milhões, em sua maioria PMEs, têm apresentado grande dificuldade em acessar o mercado de ações. Este baixo dinamismo do mercado de acesso contribui para o desestímulo ao empreendedorismo e para a falta de suporte aos projetos de crescimento dessas empresas. Cabe destacar que, de acordo com a análise de diversos agentes do mercado, o principal entrave ao desenvolvimento do mercado de acesso brasileiro tem sido a falta de investidores nesse segmento.

É certo que o fomento ao segmento especial de negociação voltado ao mercado de acesso seria atendido apenas parcialmente pela proposta em tela, pois a sugestão de alteração da Instrução nº 391 flexibiliza em pequena parte a questão da necessidade de influência na gestão das companhias, ao permitir que seja possível a realização de investimentos em empresas abertas no segmento de acesso sem que haja efetiva ingerência em sua gestão, até um montante máximo de 20% do patrimônio líquido<sup>i</sup>.

O percentual proposto pode ser visto como conservador, dado que empresas listadas em segmento especial de negociação já possuem rigorosos padrões de governança e os fundos regidos pela Instrução Normativa 391 são destinados exclusivamente a investidores qualificados.

Portanto, entende-se que, diante de um cenário em que companhias de menor porte possuem dificuldade para acessar o mercado de capitais e que, conforme mencionado, diversos agentes do mercado entendem que o principal entrave ao desenvolvimento do mercado de acesso brasileiro é a falta de investidores nesse segmento, um percentual superior, tal como **35%**, seria mais favorável à estruturação de um fundo, com objetivo principal de desenvolver o mercado de acesso, pois aumentaria de forma significativa a demanda por estes ativos neste segmento especial de negociação.

ÁREA DE CAPITAL EMPREENDEDOR DO BNDES (ACE)  
DEPARTAMENTO DE INVESTIMENTO EM FUNDOS (DEINF)

---

LEONARDO PEREIRA RODRIGUES DOS SANTOS  
LEANDRO ALBERTO TORRES RAVACHE  
VICENTE GIURIZATTO  
ANDRÉ ESTELLITA  
RAFAEL MATTOS

---

<sup>i</sup> Cabe destacar que o conceito de patrimônio líquido não é o mais apropriado conforme sugestão já apresentada.