

CARTA DIR4 - 004/2016

Em: 16.03.2016

**À Comissão de Valores Mobiliários
Superintendência de Desenvolvimento de Mercado - SDM
audpublicaSDM0515@cvm.gov.br**

Assunto: Edital de Audiência Pública SDM nº 05/2015

Prezado Senhor,

Tendo em vista o edital de audiência pública em referência, apresentamos os comentários em relação à proposta de minuta de Instrução que dispõe sobre a constituição, o funcionamento e a administração de Fundos de Investimento em Participações.

Com essa finalidade, encaminhamos, em anexo, a manifestação da Área de Capital Empreendedor do BNDES a respeito da matéria em questão, consoante Nota ACE/DEINF nº 004/2016, de 15.03.2016.

Sendo essas as considerações cabíveis para o momento, colocamo-nos à disposição para prestar quaisquer outros esclarecimentos que se façam necessários.

Atenciosamente,


Julio Cesar Maciel Ramundo

Diretor de Relações com Investidores

Nota ACE/DEINF nº 004/2016

Em 15/03/2016

Objetivo:

Manifestação acerca do EDITAL DE AUDIÊNCIA PÚBLICA SDM Nº 05/2015.

1 – INTRODUÇÃO

A Comissão de Valores Mobiliários (CVM) submeteu à audiência pública minuta de Instrução sobre a constituição, o funcionamento, a administração, a gestão e a divulgação de informações de Fundos de Investimento em Participações (FIPs), substituindo e revogando as Instruções 209 e 391 ora em vigor.

A minuta de instrução CVM apresentada representa a consolidação das instruções em vigor que dispõem sobre as modalidades de fundos voltados para a participação em sociedades, abertas ou fechadas, com efetiva influência na gestão e visando o desinvestimento no futuro com apreciação do capital.

Os fundos abrangidos pela nova instrução são: o Fundo Mútuo de Investimento em Empresas Emergentes (“FMIEE”), Fundo de Investimento em Participação (“FIP”), Fundo de Investimento em Participação em Infraestrutura (“FIP-IE”), Fundo de Investimento em Participação na Produção Econômica Intensiva em Pesquisa, Desenvolvimento e Inovação (“FIP-PD&I”) e os FIPs que recebem apoio financeiro de organismos de fomento.

Apesar da minuta apresentada ter o mérito de atualizar alguns dispositivos da instruções dos fundos acima mencionados e trazer benefícios como a criação do Fundo de Capital Semente, a equipe técnica da ACE/DEINF propõe alguns ajustes na referida minuta para evitar eventuais divergências na interpretação da norma e maximizar o benefício que a consolidação proposta pode gerar para a indústria de fundos de investimento em participações.

2 – MANIFESTAÇÕES SOBRE OS DISPOSITIVOS DA MINUTA DE INSTRUÇÃO ENCAMINHADA PELA CVM - EDITAL DE AUDIÊNCIA PÚBLICA SDM Nº 05/2015

Inicialmente, a CVM questionou os interessados especificamente acerca da conveniência de se autorizar aos FIPs a subscrição de debêntures simples, uma vez que, atualmente, somente ao FIP Infraestrutura e ao FIP Pesquisa e Desenvolvimento e Inovação, regulados pela Instrução CVM 460, são permitidos os investimentos nestes valores mobiliários.

Sobre este aspecto, a equipe técnica propõe a permissão do investimento em debênture simples para qualquer FIP, desde que seja limitada a um percentual



do investimento realizado em determinada sociedade, de forma que a governança possa ser obtida através da participação do fundo na sociedade.

Dito isto, passaremos a analisar os artigos específicos da minuta de Instrução.

Artigo 6º, parágrafo único:

“fica dispensada a participação do fundo no processo decisório da companhia investida quando o investimento do fundo na companhia for reduzido a menos da metade do percentual originalmente investido e seja inferior a 10% do capital social da investida.”

Neste ponto, a equipe de acompanhamento propõe um critério único para a dispensa da governança, qual seja, a participação na sociedade se tornar inferior a 10%, sem a necessidade da redução pela metade da participação na companhia investida.

Artigo 7º:

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 restringe 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.

Desta forma, visando equacionar estes problemas, a equipe técnica propõe a utilização, 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.

Artigo 12:

“O FIP pode investir até 20% (vinte por cento) de seu patrimônio líquido em ativos no exterior, desde que tais ativos possuam a mesma natureza econômica dos ativos referidos nos arts. 5º, 15 e 17.

§ 1º Para fins desta Instrução, não é considerado estrangeiro, o emissor (...)
II – que tenha sede no exterior e ativos localizados no Brasil que correspondam a 90% (noventa por cento) ou mais daqueles constantes das suas demonstrações contábeis.”

Este tópico é o mais sensível, pois trata de investimento no exterior, o que é parcialmente vedado para a BNDESPAR.



Em primeiro lugar, a equipe de acompanhamento propõe que a permissão ao investimento no exterior para os fundos que já estejam em operação deva ser aprovada pela unanimidade dos cotistas.

Em segundo lugar, o inciso II do Parágrafo Primeiro não considera investimento no exterior o investimento em sociedade estrangeira que tenha 90% de seus ativos no Brasil. Entendemos que este inciso deva ser excluído, pois este dispositivo permitirá que seja considerado como aporte em sociedades nacionais o aporte em sociedades estrangeiras.

Art. 15:

“O FIP – Capital Semente destina-se exclusivamente a investidores profissionais e, além dos ativos referidos no art. 5º, pode aplicar os seus recursos em títulos ou valores mobiliários representativos de participação em sociedades limitadas, desde que assegurada a efetiva influência de que trata o art. 6º.

§ 1º As companhias ou sociedades limitadas investidas referidas no caput:

I – devem ter receita bruta anual de até R\$ 10.000.000,00 (dez milhões de reais) apurada no exercício social encerrado em ano anterior ao aporte do fundo, sem que tenha apresentado receita superior a esse limite nos últimos 3 (três) exercícios sociais;”

Entendemos que o FIP – Capital Semente deve ser destinado para investidores qualificados, assim como é atualmente, e que o limite de dez milhões de reais já nasce desatualizado, pois sequer o Criatec III se enquadraria neste conceito.

Art. 24: Competência da Assembleia

O artigo destaca as matérias que são de competência da assembleia. Considerando que há administradores que entendem que o artigo é exaustivo na discriminação da matéria, é recomendável que seja incluído um dispositivo estabelecendo que outras matérias de competência da Assembleia podem ser definidas em regulamento.

Art. 29: Quórum de aprovação das matérias submetidas a Assembleias

Neste ponto, a equipe técnica propõe que, assim como é feito em sociedades anônimas, sejam retiradas da base de cálculo do quórum de aprovação das matérias as cotas do cotista conflitado.

Cabe informar que, atualmente, diversas matérias possuem sua aprovação inviabilizada, porque o quórum de aprovação é impossível de ser atingido sem a retirada da base das cotas conflitadas.

Art. 31, § 1º:

“Não podem votar nas assembleias gerais do fundo:



I – seu administrador ou seu gestor;”

Neste ponto, apenas buscamos esclarecimento para saber se o gestor está impedido de votar, ainda que seja cotista do fundo.

Art. 35, §2º:

“A contratação de partes relacionadas ao administrador e ao gestor do fundo para o exercício da função de formador de mercado deve ser submetida à aprovação prévia da assembleia geral de cotistas nos termos do art. 24, inciso XII.”


Entendemos que qualquer contratação de parte relacionada ao gestor ou ao administrador deve ser submetida previamente à assembleia e não apenas no caso do exercício da função de formador de mercado.

A interpretação a contrario sensu do dispositivo pode permitir a contratação de partes relacionadas pelo administrador ou gestor de parte relacionada, em evidente situação de conflito de interesse.

3 – PROPOSIÇÃO

Diante do exposto, propõe-se ao Diretor de Relação com Investidores da BNDESPAR encaminhar as sugestões e comentários constantes no anexo desta Nota à Comissão de Valores Mobiliários, no âmbito do EDITAL DE AUDIÊNCIA PÚBLICA SDM Nº 05/2015.


Leonardo Pereira
Chefe de Departamento
ACE/DEINF


Fernando A. O. Mantese
Gerente
ACE/DEINF/GEINF3


André Aguiar Estellita
Gerente
ACE/DEINF/GEJUR1


Leandro A. Torres Ravache
Gerente Executivo
ACE/JUACE

De acordo,


Márcio Bernardo Spata
Superintendente
Área de Capital Empreendedor

À Superintendência de Desenvolvimento de Mercado

Ref: EDITAL DE AUDIÊNCIA PÚBLICA SDM Nº05/2015

Diante do edital de audiência pública supra mencionado, apresentamos os seguintes comentários em relação à proposta de minuta de Instrução sobre a constituição, o funcionamento, a administração, a gestão e a divulgação de informações de Fundos de Investimento em Participações, substituindo e revogando a Instrução CVM nº 209, de 25 de março de 1994, a Instrução CVM nº 391, de 16 de julho de 2003, a Instrução CVM nº 406, de 27 de abril de 2004 e a Instrução CVM nº 460, de 10 de outubro de 2007, além das respectivas instruções alteradoras.

DEBÊNTURES SIMPLES

Em relação à possibilidade de investimento dos fundos em debêntures simples, entende-se que esta modalidade de investimento proporciona uma maior segurança aos cotistas em relação ao investimento em participações societárias e, em alguns casos, mostra-se uma oportunidade de investimento mais adequada do que a participação societária ou as debêntures conversíveis.

Acrescenta-se que nos fundos que já realizaram esta modalidade de investimento a necessidade de governança nas companhias investidas sempre foi observada através da negociação de direitos para o subscritor das debêntures, tais como: necessidade de aprovação dos debenturistas para a distribuição de dividendos, endividamentos, alterações relevantes do estatuto, contratação com partes relacionadas e prestação de garantias; e assento no conselho fiscal.

Destaca-se que esta modalidade de investimento permitirá ao fundo uma melhor gestão de risco através da realização de investimentos com parte em ações e parte em dívida.

Entretanto, um FIP que possua uma política de investimentos restrita a debêntures simples poderá ter restrição na governança das companhias investidas, o que afetará a natureza desta modalidade de fundo.

Desta forma, entendemos salutar a adoção desta modalidade de investimento desde que limitada a um percentual do investimento realizado na companhia investida pelo fundo. Cabe ressaltar que desta forma - um investimento híbrido de renda fixa e variável, dívida e equity - a governança nas investidas estará plenamente atendida, pois estará garantida pela participação no capital social e consequente negociação de acordo de acionistas.

Dito isto, passaremos a analisar alguns dispositivos da referida minuta de instrução que merecem comentários.

ARTIGO 6º, PARÁGRAFO ÚNICO

Segundo a minuta de Instrução submetida à Audiência Pública, nos termos do Parágrafo único, do Artigo 6º, fica dispensada a participação do fundo no processo decisório da companhia



investida quando presentes 2 (dois) requisitos cumulativos, quais sejam: (i) o investimento do fundo na companhia for reduzido a menos da metade do percentual originalmente investido; e (ii) o investimento do fundo na companhia for inferior a 10% do seu capital social.

Propõe-se, todavia, que o fundo tenha dispensada sua participação no processo decisório da companhia investida quando seu investimento na companhia for reduzido a um percentual inferior a 10% do capital daquela sociedade, não sendo, portanto, necessária que tal redução seja a menos da metade do percentual originalmente investido.

Com esta proposta, um fundo que detenha originalmente, a título de exemplo, uma participação de 17% de uma companhia investida poderá ter dispensada sua participação no processo decisório da companhia investida se seu investimento na companhia for reduzido a 9% do capital da sociedade.

Propõe-se, assim, a análise da adoção de um critério único para a dispensa da participação do fundo no processo decisório da companhia investida, qual seja, uma participação que se torne inferior a 10% do capital social.

ARTIGO 7º

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 restringe 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.

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.

ARTIGO 12

O Artigo 12, §1º, II, da Minuta em comento dispõe que, para fins da instrução, não é considerado estrangeiro o emissor *"que tenha sede no exterior e ativos localizados no Brasil que correspondam a 90% (noventa por cento) ou mais daqueles constantes das suas demonstrações contábeis"*.

Todavia, o Código Civil brasileiro, nos termos do Artigo 1.126, estatui que *"é nacional a sociedade organizada de conformidade com a lei brasileira e que tenha no País a sede de sua administração"*. Dessa forma, observa-se que a disposição contida no Artigo 12 da Minuta amplia o conceito legal de empresa brasileira, na medida em que considera como nacional o emissor apenas com base na localização de seus ativos.

Assim, o conceito trazido pela Minuta enquadra, como investimento nacional, não sujeito ao limite de 20%, o investimento em uma sociedade que legalmente é classificada como uma sociedade estrangeira, sem sequer considerar se a aplicação dos recursos ocorrerá ou não em território nacional. Nessa linha, caso uma empresa estrangeira, com 90% de seus ativos no Brasil, busque recursos para aumentar sua atuação no exterior, poderá receber recursos de um fundo e aplica-los integralmente no exterior, sem que isso seja considerado como investimento estrangeiro.



Mantido o conceito tal como ora previsto na minuta, o fundo poderia, no limite, ter todo o seu capital destinado a investimentos no exterior, sendo certo que tal desiderato poderia ser alcançado através do FIP – Investimento Exterior, fundo este que não traz restrições a investimentos no Brasil ou no exterior.

Neste contexto, propõe-se a análise da viabilidade de se excluir o inciso II, do §1º do Artigo 12.

Não obstante, outro aspecto que merece atenção consiste no fato de que determinados investidores subscreveram cotas de fundos com base na Instrução nº 391 da CVM em vigor, que, em seu Artigo 35, VI, alínea “a”, veda a aplicação de recursos no exterior.

Assim, para os fundos já em atividade, investimentos em ativos no exterior, ainda que o emissor detenha ativos localizados no Brasil que correspondam a 90% (noventa por cento) ou mais daqueles constantes das suas demonstrações contábeis, devem depender de aprovação unânime da Assembleia Geral de Quotistas.

Trata-se de medida essencial para preservar a segurança jurídica daqueles investidores que subscreveram cotas de fundos em um momento em que se vedava a aplicação de recursos no exterior e que não podem ser surpreendidos com a alteração de Instrução que pretende adotar um conceito próprio de sociedade nacional.

Assim, permitir que os fundos atualmente em operação possam investir até 20% do seu patrimônio líquido no exterior e, principalmente, que não seja considerado investimento no exterior o investimento em sociedades com sede no exterior (ainda que 90% de seus ativos estejam no Brasil), sem a aprovação da unanimidade dos cotistas em assembleia geral, representa uma grave violação da segurança jurídica e pode gerar um efeito negativo ao afastar investidores de significativa relevância deste mercado.

ARTIGO 15

Atualmente, investidores qualificados podem investir em fundos de capital semente e a minuta apresentada traz uma restrição maior para a aplicação de recursos nestes fundos, o que reduz ainda mais a limitada oferta de recursos para aplicação em sociedades nascentes ou que apresentem baixo faturamento anual.

É importante mencionar que esta é uma modalidade de fundo que busca o desenvolvimento da inovação e de pequenas empresas, sociedades estas que possuem maior dificuldade de acesso a crédito e reconhecida dificuldade de atração de investidores.

Adicionalmente, cabe lembrar que os investimentos em *crowdfunding*, que atingem micro e pequenas empresas, não possuem a restrição de investidores ora proposta para fundos de capital semente.

Assim, considerando os benefícios decorrentes desta modalidade de investimento, propõe-se permitir também aos investidores qualificados a subscrição de cotas de emissão de fundos de capital semente.

ARTIGO 15 § 1º

Em relação ao limite de receita bruta anual de R\$ 10.000.000,00 (dez milhões de reais) para companhias ou sociedades limitadas, vale ressaltar que este limite já nasce desatualizado em relação a diversos fundos de capital semente registrados na CVM.



É comum encontrarmos, em pleno funcionamento, fundos de capital semente que investem em companhias com faturamento anual de R\$ 12.000.000,00 (doze milhões de reais), R\$ 16.000.000,00 (dezesesseis milhões de reais) e até valores superiores.

Cabe lembrar que valores fixos previstos em normativos precisam receber atualizações periódicas e que o limite apresentado já pode ser considerado conservador em seu nascimento, por isso sugere-se que seja adotado um valor que contemple pelo menos um ou dois anos sem que este venha a se tornar demasiadamente reduzido.

Destaca-se que o limite proposto restringe de forma significativa o número de companhias alvos de um fundo de capital semente e representa ainda mais dificuldade para a captação e o consequente desenvolvimento desta modalidade de fundo, que possui extrema relevância para o fomento da inovação e pequenas e médias empresas no País.

Assim, considerando o exposto e um prazo para que a instrução possa ficar sem atualização, propomos a análise da CVM de um limite de faturamento para companhias alvo de um fundo de capital semente o faturamento de R\$20.000.000,00 (vinte milhões de reais) verificado no ano anterior ao investimento.

ARTIGO 24

No âmbito das matérias de competência da assembleia geral de cotistas, considerando as divergências existentes na negociação de regulamentos de fundos ao se propor a inclusão de novas matérias como de competência da assembleia, e não apenas aquelas expressamente previstas na instrução, entendemos relevante que a CVM analise a possibilidade de se incluir um Parágrafo, no referido dispositivo, esclarecendo que, além das matérias expressamente previstas na instrução, outras podem ser definidas como de competência da assembleia geral de cotistas dos fundos de investimento em participações.

Considerando que os fundos são destinados a investidores profissionais e qualificados, entendemos que os investidores, em conjunto com o gestor e administrador, podem, no âmbito das negociações de regulamento, adicionar matérias, além daquelas expressamente previstas, à competência da assembleia de cotistas.

ARTIGO 29

Em linha com o Guia de Venture Capital e Private Equity da ABVCAP e com o disposto no Artigo 31 da minuta de instrução em debate, entende-se que a melhor prática em caso de conflito de interesses por parte do cotista, gestor ou administrador é a abstenção em todas as etapas de deliberação da matéria.

Destaque-se que, em alguns casos, determinadas deliberações em assembleias de cotistas não atingem seu quórum de aprovação em razão da existência de cotista conflitado que se abstém de votar.

Nesses casos, o voto de abstenção tem o mesmo efeito de um voto negativo e, conseqüentemente, a matéria em pauta é negada, ainda que a maioria dos cotistas não conflitados delibere pela sua aprovação. Cabe acrescentar que há hipóteses em que, dependendo da participação do cotista conflitado, a matéria não poderá ser aprovada ainda que todos os demais cotistas não conflitados deliberem a sua aprovação.



Assim, propomos a análise por esta Autarquia da conveniência de se incluir um dispositivo na instrução no sentido de esclarecer que o voto do cotista conflitado seja excluído da base de cálculo para a aprovação da matéria.

Tal proposta está em linha com o disposto no artigo 129 da Lei 6.404/76 que estabelece: " As deliberações da assembléia-geral, ressalvadas as exceções previstas em lei, serão tomadas por maioria absoluta de votos, não se computando os votos em branco."

Com a finalidade elucidativa, destacamos abaixo a lição de Nelson Eizirik¹ sobre o tema:

"A Lei das S/A. consagrou o princípio majoritário ao estabelecer no *caput* que as deliberações serão tomadas por maioria absoluta de votos dos acionistas presentes, não se computando os votos em branco ou seja, aqueles que não contêm qualquer declaração."

"(...) Não integram a base de cálculo os votos em branco, os dos acionistas que se encontram impedidos de votar determinada matéria e os proferidos com infração de acordo de acionistas devidamente arquivado na sede da companhia".

Na mesma esteira podemos citar o ensinamento de Modesto Carvalhosa²:

"O *quórum* de deliberação é formado unicamente por aquelas ações votantes que efetivamente se manifestaram sobre a proposta respectiva a favor ou contra. Exclui-se desse cômputo os votos em branco, neles compreendidos os que nada declararam, os que se abstiveram ou os que votaram fora de matéria em pauta, ou, ainda, os votos dissidentes em acordo de voto em bloco."

Diante do exposto, entendemos que a previsão expressa na instrução da exclusão do voto conflitado do quórum de aprovação das matérias submetidas aos colegiados do fundo representa uma medida meritória de fomento a uma maior governança para os fundos de investimento em participações.

ARTIGO 31§1º

O dispositivo proposto estabelece que não podem votar na assembleia geral de cotistas o administrador e o gestor do fundo. Diante disto, propomos a esta Autarquia que analise a pertinência de se esclarecer, a fim de evitar divergências nas deliberações do fundo, se o dispositivo se aplica ainda que o administrador ou o gestor possuam participação nas cotas dos fundos de investimento, ou seja, se a vedação subsiste ainda que estes prestadores de serviço sejam cotistas.

ARTIGO 35, § 2º

Estabelece o dispositivo: "A contratação de partes relacionadas ao administrador e ao gestor do fundo para o exercício da função de formador de mercado deve ser submetida à aprovação prévia da assembleia geral de cotistas nos termos do art. 24, inciso XII".

Entendemos que este dispositivo pode gerar divergência de entendimentos na atuação do fundo. Desta forma, entendemos importante que a CVM analise uma redação para o dispositivo que esclareça que **qualquer contratação de parte relacionada ao administrador e ao gestor do fundo deve ser submetida à aprovação prévia da assembleia geral de cotistas.**

¹ A Lei das S/A Comentada, vol II, Quartier Latin, pag 129/130.

² Comentários à Lei de Sociedades Anônimas, 2º volume, 4º edição, editora Saraiva, pg 750.



A redação, na forma como proposta na Minuta, permite o entendimento que contratações de partes relacionadas ao gestor e administrador do fundo somente devem ser submetidas previamente à assembleia geral se for referente à contratação de formador de mercado. Tal entendimento nos parece um retrocesso no que tange à governança e às melhores práticas dos fundos de investimento em participações. Desta forma, propomos a alteração do dispositivo para que se esclareça este ponto.

