

São Paulo, 16 de março de 2016

À

**Comissão de Valores Mobiliários – CVM**  
**Superintendência de Desenvolvimento de Mercado – SDM**  
Rua Sete de Setembro, 111 – 23º andar  
Rio de Janeiro – RJ  
Enviado via e-mail ao endereço: [audpublicaSDM0515@cvm.gov.br](mailto:audpublicaSDM0515@cvm.gov.br)

At.: Sr. Antonio Carlos Berwanger

**Ref.: Edital de Audiência Pública SDM nº 05/2015 – Minuta de Instrução sobre a constituição, o funcionamento e a administração de Fundos de Investimento em Participações**

Prezados Senhores,

**Mattos Filho, Veiga Filho, Marrey Jr. e Quiroga Advogados** (“Mattos Filho”) vem, por meio da presente, apresentar suas sugestões e comentários ao Edital de Audiência Pública SDM nº 05/2015 (“Edital”), que tem por objeto a minuta de Instrução que regulará a constituição, o funcionamento e a administração dos Fundos de Investimento em Participações (“Minuta”).

Para maior conveniência, estamos apresentando nossos comentários e sugestões em observância à ordem sequencial dos artigos, incisos e parágrafos da Minuta, devidamente acompanhados das nossas motivações, argumentações e, em alguns casos, exemplos.

Solicitamos que quaisquer comunicações, entendimentos ou esclarecimentos com relação aos nossos comentários e sugestões nos sejam enviados aos contatos indicados abaixo:

**Mattos Filho, Veiga Filho, Marrey Jr. e Quiroga Advogados**

Alameda Joaquim Eugênio de Lima, 447

São Paulo – SP

At.: Marina Procknor / Ana Carolina Lima Nomura

Tel.: (11) 3147-7822 / 3147-7634

**SÃO PAULO**

Al Joaquim Eugênio de Lima 447  
01403 001 São Paulo SP Brasil  
T +55 11 3147 7600

**BRASÍLIA**

SHS Q6 Bloco C Cj A sala 1901  
70322 915 Brasília DF Brasil  
T +55 61 3218 6000

**RIO DE JANEIRO**

Praia do Flamengo 200 11º andar  
22210 901 Rio de Janeiro RJ Brasil  
T +55 21 3231 8200

**NEW YORK**

712 Fifth Avenue 26º Floor  
New York NY 10019 USA  
T +1 646 695 1100

E-mail: [marina@mattosfilho.com.br](mailto:marina@mattosfilho.com.br) / [cnomura@mattosfilho.com.br](mailto:cnomura@mattosfilho.com.br)

Sendo o que nos cumpria para o momento, permanecemos à disposição para quaisquer esclarecimentos que se fizerem necessários.

Atenciosamente,

**MATTOS FILHO, VEIGA FILHO, MARREY JR. E QUIROGA ADVOGADOS**

**EDITAL DE AUDIÊNCIA PÚBLICA SDM Nº 05/2015**

## ÍNDICE

<b>Capítulo II - Registro, Funcionamento e Enquadramento.....</b>	<b>7</b>
<b>Seção II - Funcionamento .....</b>	<b>7</b>
Artigo 5º .....	7
Artigo 5º - Parágrafo único .....	12
Artigo 6º - Parágrafo único .....	13
Artigo 9º .....	16
<b>Seção III - Enquadramento.....</b>	<b>22</b>
Artigo 11 - Parágrafo primeiro .....	22
Artigo 12.....	22
Artigo 13 - Caput e parágrafo segundo .....	24
Artigo 19 - Parágrafo único .....	25
Artigo 24 - inciso XI.....	29
<b>Seção II - Convocação e Instalação .....</b>	<b>30</b>
Artigo 29 - Parágrafo segundo.....	30
<b>Seção VI - Vedações .....</b>	<b>31</b>
Artigo 43 - inciso II .....	31
Artigo 43 - inciso III .....	32
<b>Capítulo VII - Encargos .....</b>	<b>33</b>
Artigo 45 - Parágrafo primeiro .....	33

## DEFINIÇÕES

Para fins do disposto na presente manifestação, as expressões indicadas em letras maiúscula usadas nesta manifestação terão os significados a elas atribuídos nesta definição. Ainda, **(i)** os termos “inclusive”, “incluindo”, “particularmente” e outros termos semelhantes serão interpretados como se estivessem acompanhados do termo “exemplificativamente”; **(ii)** sempre que exigido pelo contexto, cada expressão apresentada tanto no singular quanto no plural incluirá o singular e o plural, e os pronomes indicados no gênero masculino, feminino ou neutro incluirão os gêneros masculino, feminino e neutro; e **(iii)** referências a disposições legais serão interpretadas como referências a tais disposições alteradas, estendidas, consolidadas ou reformuladas.

<b>CVM</b>	Comissão de Valores Mobiliários
<b>Edital</b>	Edital de Audiência Pública SDM nº 05/2015
<b>Edital SNC 03/2015</b>	Edital de Audiência Pública SNC nº 03/2015
<b>FICFIP</b>	Fundo de Investimento em Cotas de Fundos de Investimento em Participações – FICFIP, nos termos da Instrução CVM 391 e das demais regulamentações aplicáveis
<b>FIP</b>	Fundo de Investimento em Participações – FIP, nos termos da Instrução CVM 391 e das demais regulamentações aplicáveis
<b>Fundo</b>	FIP e/ou FICFIP, nos termos da Instrução CVM 391 e das demais regulamentações aplicáveis, quando referidos indistintamente
<b>Fundo de Investimento em Direitos Creditórios</b>	Fundos de Investimento em Direitos Creditórios – FIDC, nos termos da Instrução CVM 356 e das demais regulamentações aplicáveis
<b>Fundo de Investimento Imobiliário</b>	Fundos de Investimento Imobiliário – FII, nos termos da Instrução CVM 472, e das demais regulamentações

	aplicáveis
<b>Instrução</b>	Instrução que venha a ser efetivamente editada pela CVM para regular a constituição, o funcionamento e a administração de Fundos de Investimento em Participações, em substituição à Instrução CVM 391
<b>Instrução CVM 356</b>	Instrução CVM nº 356, de 17 de dezembro de 2001, conforme alterada
<b>Instrução CVM 391</b>	Instrução CVM nº 391, de 18 de julho de 2003, conforme alterada
<b>Instrução CVM 406</b>	Instrução CVM nº 406, 27 de abril de 2004, conforme alterada
<b>Instrução CVM 460</b>	Instrução CVM nº 460, 10 de outubro de 2007, conforme alterada
<b>Instrução CVM 472</b>	Instrução CVM nº 472, de 31 de outubro de 2008, conforme alterada
<b>Instrução CVM 476</b>	Instrução CVM nº 476, de 16 de janeiro de 2009, conforme alterada
<b>Instrução CVM 555</b>	Instrução CVM nº 555, de 17 de dezembro de 2014, conforme alterada
<b>Instrução CVM 558</b>	Instrução CVM nº 558, de 26 de março de 2015, conforme alterada
<b>Lei das Sociedades por Ações</b>	Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, conforme alterada
<b>Minuta</b>	Minuta de instrução da CVM que regulará a constituição, o funcionamento e a administração dos Fundos, anexa ao Edital

## **Capítulo II - Registro, Funcionamento e Enquadramento**

### **Seção II - Funcionamento**

#### **Artigo 5º**

*"Art. 5º O FIP, constituído sob a forma de condomínio fechado, é uma comunhão de recursos destinados à aquisição de ações, 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."*

#### **Sugestões/Comentários**

Sugerimos a inclusão de referência expressa à possibilidade de investimento, por todos os FIP, independente de sua classificação, em debêntures simples e cotas de sociedade limitada, desde que observados todos os demais requisitos previstos na Minuta.

Adicionalmente, sugerimos a consolidação dos conceitos de FIP e FICFIP em um único veículo, os FIP. Nesse sentido, os FIP, assim como os Fundos de Investimento Imobiliário, poderiam investir em todos os ativos previstos nos artigos 5º, 15 e 17 da Minuta, direta ou indiretamente, por meio de outros FIP.

#### *Investimento em Debêntures Simples*

A confirmação, por meio de previsão regulatória expressa, da possibilidade de investimento em debêntures simples pelos FIP viabilizaria mais ampla utilização de estratégias diversificadas para realização de investimentos de *private equity* no Brasil – especificamente por meio da combinação de instrumentos de *equity* e dívida. A ausência do requisito de conversibilidade do instrumento de dívida, em determinadas circunstâncias, constitui aspecto relevante no âmbito da estruturação e negociação das operações de *private equity* pelos gestores dos FIP, conforme os seguintes exemplos:

- Necessidade de diversificação ou limitação do risco do investimento em determinada companhia alvo ou companhia investida, nos casos em que o FIP detenha ou não participação acionária prévia;
- Necessidade de alavancagem imediata pela companhia alvo ou companhia

investida (i.e. simplicidade do processo de aprovação societária, negociação de seus termos e condições, formalização e desembolso), representando alternativa de financiamento às tradicionais operações financeiras e de mercado de capitais;

- Resistência dos acionistas vendedores com relação à entrada de novo acionista na sociedade no momento do investimento inicial e consequente diluição de sua participação acionária, bem como dificuldade para negociação, também no momento do investimento inicial, dos termos para uma potencial conversão de debêntures conversíveis em ações (i.e. condições para conversão, prazo e critérios para precificação); e
- Maior transparência com relação às operações realizadas pelos FIP, evidenciando **(i)** os direitos e as responsabilidades do FIP com relação à companhia alvo ou companhia investida; e **(ii)** as obrigações e as responsabilidades do gestor do FIP com relação ao exercício dos referidos direitos, possibilitando mais efetivo monitoramento e fiscalização das atividades do gestor do FIP.

As experiências do mercado local e, principalmente e com maior intensidade, do mercado internacional, mostram que a combinação de instrumentos de *equity* e dívida não conversível para realização de investimentos de *private equity*, quando adequadamente utilizada, pode proporcionar diversificação das oportunidades de investimento disponíveis aos FIP e dos riscos associados aos investimentos em uma mesma companhia alvo ou companhia investida, além de potenciais ganhos de eficiência e, conseqüentemente, melhores resultados.

#### *Investimento em Cotas de Sociedades Limitadas*

A possibilidade de investimento em cotas de sociedades limitadas pode representar importante ampliação e diversificação das oportunidades de investimento disponíveis aos FIP, ao mesmo tempo em que é capaz de assegurar padrões de transparência e governança exigidos nos termos da Minuta, assim como de viabilizar a participação dos FIP em seus processos decisórios, com efetiva influência na definição de sua política estratégica e sua gestão.

A sociedade limitada constitui a forma jurídica mais utilizada no Brasil, de forma que a grande maioria dos negócios que constituem potenciais oportunidades de investimento aos FIP são organizados sob a forma de sociedades limitadas. Além do tempo e dos custos envolvidos no processo de transformação do tipo societário, não é incomum que os sócios (ou "donos") desses negócios sejam contrários à referida transformação.



Considerando nossos comentários acima, o artigo 5º teria a seguinte redação:

*"Art. 5º O FIP, constituído sob a forma de condomínio fechado, é uma comunhão de recursos destinados à aquisição de cotas de sociedades limitadas, ações, debêntures simples ou conversíveis em ações, bônus de subscrição ou outros títulos e valores mobiliários conversíveis ou permutáveis em ações de emissão de companhias, abertas ou fechadas, direta ou indiretamente, por meio do investimento em cotas de outros FIP ou cotas de Fundos de Ações – Mercado de Acesso, participando do processo decisório da sociedade ou companhia investida, com efetiva influência na definição de sua política estratégica e na sua gestão."*

### **Argumentação**

#### *Investimento em Debêntures Simples*

Inicialmente, destacamos o argumento de que nosso arcabouço regulatório permite expressamente o investimento em debêntures simples pelos FIP regulados pela Instrução CVM 460, ou seja, os FIP destinados ao investimento em projetos de infraestrutura e de produção econômica intensiva em pesquisa, desenvolvimento e inovação. Adicionalmente, essa D. Comissão de Valores Mobiliários, no passado, manifestou-se favoravelmente à possibilidade de um FIP constituído nos termos da Instrução CVM 406 investir em debêntures simples, conforme Processo CVM Nº RJ/2005/3402.

Os fatos acima, portanto, evidenciam não existir qualquer impedimento legal ou regulatório para que os demais FIP possam também investir em debêntures simples, pelo contrário.

Preocupa especificamente a essa D. Comissão de Valores Mobiliários a forma pela qual o investimento realizado por meio de debêntures simples asseguraria ao FIP direitos que lhe permitam participar do processo decisório da companhia investida, com efetiva influência na definição de sua política estratégica e sua gestão.

Com relação a essa preocupação específica, somos da opinião de que seria possível, do ponto de vista prático e jurídico, a estruturação de um investimento em debêntures simples que assegure ao FIP determinados direitos que lhe permitam participar do processo decisório da companhia investida, com efetiva influência na definição de sua política estratégica e sua gestão. Esses direitos devem ser estabelecidos no instrumento de escritura de emissão das debêntures, assim como em acordo de investimento

celebrado entre o FIP, os acionistas controladores e a companhia emissora.

São exemplos desses direitos os seguintes:

- Necessidade de aprovação prévia pelo FIP, na qualidade de debenturista, dos seguintes eventos relacionados à companhia emissora (sem prejuízo de outros):
  - alteração do objeto social da companhia emissora;
  - abertura ou aquisição de novas linhas de negócio ou descontinuidade de linhas de negócio existentes;
  - aquisição de participações acionárias em outras sociedades;
  - reorganizações societárias, sem prejuízo dos direitos garantidos aos debenturistas pela legislação;
  - qualquer forma de alienação de bens ou ativos;
  - alteração da política de distribuição de dividendos;
  - realização de investimentos em valores relevantes, conforme critérios previamente negociados;
  - realizações de operações de empréstimo e/ou financiamento em valores relevantes, conforme critérios previamente negociados;
  - contratação de operações ou negócios com partes relacionadas e/ou que possam representar potencial conflito de interesses;
  - orçamento anual da companhia emissora;
  - aprovação das contas da companhia emissora; e/ou
  - alteração dos membros da administração e/ou da equipe técnica da companhia emissora;
- Direito do FIP de fiscalizar as atividades dos administradores da companhia emissora, bem como de receber relatórios periódicos sobre as atividades e resultados da companhia emissora, sendo assegurado ao FIP, adicionalmente, o direito requerer eventuais ajustes no curso dos negócios da companhia emissora (conforme critérios previamente negociados); e/ou
- Direito do FIP de nomear membros para órgãos da administração, comitês técnicos, de acompanhamento, fiscalização ou outros da companhia emissora.

Os direitos referidos acima, sem prejuízo de outros negociados a cada caso, devem ser observados pela companhia emissora sob pena de descumprimento do instrumento de escritura de emissão e consequente declaração de vencimento antecipado das debêntures. Em última instância, o conceito de "compulsão econômica" funciona como importante

elemento para incentivar o cumprimento da escritura de emissão das debêntures e garantir o pleno exercício dos direitos assegurados ao FIP, permitindo sua participação no processo decisório da companhia investida, com efetiva influência na definição de sua política estratégica e sua gestão.

Destacamos que os direitos exemplificados acima podem estar previstos tanto nas emissões de debêntures conversíveis em ações, quanto nas emissões de debêntures simples, não conversíveis em ações. Exceto pela possibilidade de conversão em ações (havendo ou não intenção de que essa conversão efetivamente ocorra), assim como seus termos, condições, prazos, critérios de precificação e procedimentos, as características atribuíveis às debêntures conversíveis são muito similares às características atribuíveis às debêntures simples, não conversíveis, especialmente do ponto de vista dos debenturistas. Em outras palavras e de forma muito simplificada, é possível afirmar que determinadas debêntures conversíveis, até sua efetiva conversão, podem ter características e atribuir direitos aos seus debenturistas que são absolutamente similares ou até mesmo mais limitados que eventuais debêntures que não contem com a possibilidade de conversão em ações da companhia emissora.

#### *Investimento em Cotas de Sociedades Limitadas*

Assim como no caso das debêntures simples, o investimento por FIP em cotas de sociedade limitada não constitui dispositivo estranho a essa D. Comissão de Valores Mobiliários e ao nosso arcabouço regulatório, na medida em que a Minuta permite expressamente que os FIP Capital Semente façam esse tipo de investimento. Nesse sentido, nos parece que essa D. Comissão de Valores Mobiliários reconhece e corrobora com nosso entendimento de que as sociedades limitadas, da forma que são legalmente constituídas, são capazes de assegurar os padrões de transparência e governança exigidos nos termos da Instrução CVM 391 e da Minuta, assim como de viabilizar a participação dos FIP em seus processos decisórios, com efetiva influência na definição de sua política estratégica e sua gestão.

Os requisitos de transparência e governança, incluindo, mas não se limitando àqueles previstos no artigo 8º da Minuta, por exemplo, estarão previstos nos contratos sociais das sociedades investidas. Já os direitos que permitirão ao FIP investidor participar do processo decisório da sociedade limitada investida, com efetiva influência na definição de sua política estratégica e sua gestão, estarão previstos nos contratos sociais, acordos de sócios e/ou acordos de investimento das sociedades investidas, sem prejuízo de outros contratos ou instrumentos que assegurem esses direitos – assim como ocorre no caso das sociedades por ações.

## **Artigo 5º - Parágrafo único**

*"Art. 5º (...); Parágrafo único. Quando o fundo decidir aplicar seus recursos em companhias que estejam, ou possam estar, envolvidas em processo de recuperação e reestruturação, é admitida a integralização de cotas em bens ou direitos, inclusive créditos, desde que tais bens e direitos estejam vinculados ao processo de recuperação da companhia investida e desde que o valor dos mesmos esteja respaldado em laudo de avaliação elaborado por empresa especializada independente."*

### **Sugestões/Comentários**

Sugerimos a inclusão de referência expressa à possibilidade de integralização de cotas em bens ou direitos, inclusive créditos, em qualquer hipótese, inclusive, mas não se limitando às situações atualmente previstas no parágrafo único do artigo 5º. Nesse sentido, o parágrafo único do artigo 5º teria a seguinte redação:

*"Art. 5º (...); Parágrafo único. Admite-se a integralização de cotas em bens ou direitos, inclusive créditos, desde que o valor dos mesmos esteja respaldado em laudo de avaliação elaborado por empresa especializada independente e sejam observados os demais requisitos aplicáveis, conforme previstos nesta Instrução."*

Essa sugestão busca a confirmação do amparo regulatório às integralizações de cotas que sejam realizadas em bens ou direitos, inclusive créditos, de quaisquer companhias alvo ou companhias investidas que atendam aos requisitos estabelecidos na regulamentação e no regulamento do FIP, em qualquer hipótese, não somente nas situações expressamente previstas na Instrução CVM 391. Referido procedimento, vale destacar, constitui prática aceita e muito recorrente na indústria, não existindo qualquer histórico de que tenha sido objeto de questionamento, desconsideração ou invalidação com fundamento em aspectos regulatórios.

### **Argumentação**

Inicialmente, destacamos o argumento de que nosso arcabouço regulatório permite expressamente a integralização de cotas de FIP em bens ou direitos, inclusive créditos, desde que tais bens e direitos estejam vinculados a processo de recuperação e reestruturação da companhia alvo ou companhia investida. Adicionalmente, destacamos que a integralização de cotas em bens ou direitos também é genericamente admitida em outras modalidades de fundos de investimento, tais como os fundos de investimento

regulados pela Instrução CVM 555, os Fundos de Investimento Imobiliário e os Fundos de Investimento em Direitos Creditórios.

Os fatos acima, portanto, evidenciam não existir qualquer impedimento legal ou regulatório para que as cotas dos FIP possam ser integralizadas em bens ou direitos, inclusive créditos, de quaisquer companhias alvo ou companhias investidas que atendam aos requisitos estabelecidos na regulamentação e no respectivo regulamento, em qualquer hipótese, não somente nas situações expressamente previstas na Instrução CVM 391.

#### **Artigo 6º - Parágrafo único**

*"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."*

#### **Sugestões/Comentários**

Sugerimos a inclusão de duas situações adicionais em que a participação do FIP no processo decisório das companhias investidas poderá ser dispensada. Nesse sentido, o parágrafo único do artigo 6º teria a seguinte redação:

*"Parágrafo único. Fica dispensada a participação do fundo no processo decisório da sociedade ou companhia investida nas seguintes hipóteses:*

*I – quando o investimento do fundo na sociedade ou companhia for reduzido a menos da metade do percentual originalmente investido e seja inferior a 10% do capital social da sociedade ou companhia investida; e/ou*

*II – na hipótese de abertura de capital da companhia investida mediante realização de oferta pública inicial de ações, sem prejuízo do pleno exercício, pelo fundo, de todos os direitos que lhe sejam assegurados em razão da titularidade de suas ações da companhia investida; e/ou*

*III – nos casos em que, após o investimento inicial do fundo, a sociedade ou companhia investida passe a enfrentar severos desafios ou dificuldades financeiras e/ou tenha iniciado ou deva iniciar processo de reestruturação de dívidas, recuperação judicial, extrajudicial ou falência, desde que referida dispensa seja recomendada e devidamente*

*fundamentada pelo gestor e ratificada pela assembleia geral de cotistas.”*

Essa sugestão decorre da confirmação prática de que, nas hipóteses acrescentadas ao dispositivo: **(i)** resta evidentemente prejudicado ou inviável o pleno exercício dos direitos de participação dos FIP no processo decisório das respectivas companhias investidas, e/ou **(ii)** o pleno exercício dos referidos direitos pelo FIP, ainda que possível ou viável, não seria justificável ou recomendável do ponto de vista econômico e fiduciário, considerando os melhores interesses do FIP e dos seus cotistas.

### **Argumentação**

Nos processos de abertura de capital mediante realização de oferta pública inicial de ações (*Initial Public Offering*, ou “IPO”), especialmente nos casos das ofertas primárias e secundárias, em que são emitidas novas ações para capitalização da companhia investida e permitidas as vendas, em bolsa de valores, das participações acionárias dos então acionistas, é bastante comum que os gestores de *private equity* programem e estruturem potencial desinvestimento dos respectivos FIP em dois momentos distintos: **(i)** em um primeiro momento, venda em bolsa de uma parte das ações de emissão da companhia investida, no âmbito da oferta secundária; e **(ii)** em um segundo momento<sup>1</sup>, negociação e venda em bolsa da parte remanescente das ações de emissão da companhia investida, normalmente fora do contexto de qualquer oferta pública de ações.

A estratégia descrita acima, caso bem executada, em boas condições de mercado, pode proporcionar maior eficiência ao investimento e maior retorno ao FIP e seus cotistas. A venda de parte das ações no âmbito da oferta secundária tem também um viés de fomentar sua negociação em bolsa e consequente valorização da companhia investida, ao mesmo tempo em que também se espera que a capitalização da companhia investida no âmbito da oferta primária possa contribuir para uma maior valorização da companhia investida. Dessa forma, a venda da parcela remanescente das ações da companhia investida em momento posterior ao IPO pode, em tese, proporcionar retornos adicionais ao FIP e seus cotistas.

Ocorre que a emissão de novas ações pela companhia investida no âmbito da oferta primária, associada à venda de parte das ações de titularidade do FIP no âmbito da oferta secundária, normalmente resultam em diluição da participação do FIP na companhia

---

<sup>1</sup> Após o encerramento do período de *lock-up* a que estão normalmente sujeitos em razão da listagem das ações de emissão das companhias investidas no Novo Mercado ou segmentos diferenciados de governança corporativa da BM&F Bovespa.

investida, o que invariavelmente dificulta ou inviabiliza a negociação, a manutenção e/ou o pleno exercício dos direitos que garantem a participação do FIP no processo decisório da companhia investida. Essas hipóteses, infelizmente, não estão inteiramente cobertas nas situações descritas no parágrafo único do artigo 6º da Minuta.

Além da hipótese descrita acima, as experiências práticas também evidenciam a necessidade de flexibilização da exigência de participação do FIP no processo decisório de uma determinada companhia investida nos casos em que, após o investimento inicial do FIP, essa companhia passe a enfrentar severos desafios ou dificuldades financeiras e/ou tenha iniciado ou deva iniciar processo de reestruturação de dívidas, recuperação judicial, extrajudicial ou falência.

Nesses casos específicos, sugerimos que eventual flexibilização ou dispensa da participação do FIP no processo decisório de uma determinada companhia investida seja recomendada e devidamente fundamentada pelo gestor, assim como ratificada pela assembleia geral de cotistas. Nossa sugestão decorre da impossibilidade de serem previstas na regulamentação todas as hipóteses que poderão caracterizar situações de “severos desafios ou dificuldades financeiras”, assim como todas as eventuais justificativas que possam fundamentar a recomendação de um gestor de *private equity* no sentido de flexibilizar ou dispensar participação do FIP no processo decisório de uma determinada companhia investida. Tais conceitos serão absolutamente variáveis e dependerão da situação de cada companhia investida, seu setor econômico de atuação, condições particulares e gerais de mercado, situação política, econômica e fiscal brasileira, comportamento do mercado internacional, bem como estratégias específicas de cada FIP e de cada gestor, quantidade de companhias investidas integrantes do portfólio de um mesmo FIP e o desempenho de cada uma delas no momento dessa avaliação pelo gestor.

Como exemplo: dependendo das análises do gestor com relação à situação financeira de uma determinada companhia investida e suas expectativas quanto à possibilidade de performance ou recuperação do investimento do FIP, considerando suas conclusões e expectativas com relação às demais companhias investidas integrantes do portfólio do mesmo FIP, é possível que não seja justificável, do ponto de vista econômico e fiduciário, a utilização de recursos humanos e financeiros do FIP e do gestor para garantir o pleno exercício do direito de participação do FIP no processo decisório da referida companhia investida, ainda que referido exercício seja possível ou viável, considerando seu custo de oportunidade e os melhores interesses do FIP e dos seus cotistas.

## **Artigo 9º**

"Art. 9º O regulamento do Fundo de Investimento em Participações deve dispor sobre:  
(...)

*XIX – possibilidade de utilização de bens e direitos, inclusive créditos e valores mobiliários, na integralização e amortização de cotas, bem como na liquidação do fundo, com o estabelecimento de critérios detalhados e específicos para a adoção desses procedimentos, observado o disposto no art. 5º, parágrafo único;*

*XX – possibilidade ou não de futuras emissões de cotas, direito de preferência dos cotistas à subscrição de novas emissões e, se for o caso, autorização para a emissão de novas cotas a critério do administrador, independentemente de aprovação em assembleia geral e de alteração do regulamento;  
(...)"*

### **Sugestões/Comentários**

Além da adequação da redação do inciso XIX em razão do comentário ao parágrafo único do artigo 5º, da adequação da redação do inciso XXII em razão do comentário ao artigo 24 (vide abaixo) e da complementação da redação do inciso XX, sugerimos a confirmação do amparo regulatório às seguintes operações realizadas pelos FIP:

- Adiantamento para futuro aumento de capital (AFAC) em benefício das companhias investidas, desde que essa possibilidade esteja expressamente prevista em regulamento, incluindo seus principais termos, condições e prazos para conversão ou cancelamento, bem como quantidades mínimas e máximas de ações e critérios para sua precificação na hipótese de conversão. Essas operações, a serem realizadas exclusivamente em benefício de companhias investidas que integrem a carteira de investimentos do FIP, deverão ser computadas para fins de observância do limite de 90% (noventa por cento) de que trata o caput do artigo 11;
- Empréstimo ou aluguel de ações e demais ativos permitidos aos FIP, incluindo as ações de companhias fechadas, hipótese em que o regulamento deverá estabelecer os principais termos e condições para realização de tais operações e desde que sejam observados os demais requisitos aplicáveis aos investimentos dos FIP;



- Contratação de empréstimos ou financiamentos junto a quaisquer entidades ou instituições financeiras (não apenas organismos multilaterais e bancos de fomento), locais ou internacionais, hipótese em que o regulamento deverá estabelecer os principais termos e condições para contratação dessas operações pelo fundo e cada operação deverá ser objeto de aprovação pela assembleia geral de cotistas.

Nesse sentido, o caput e os incisos XIX, XX, XXII, XXIII, XXIV e XXV do artigo 9º teriam as seguintes redações, renumerando-se os demais:

*"Art. 9º O regulamento do Fundo de Investimento em Participações deve dispor sobre os seguintes requisitos mínimos, sem prejuízo de outras disposições:*

*(...)*

*XIX – possibilidade de utilização de bens e direitos, inclusive créditos e valores mobiliários, na integralização e amortização de cotas, bem como na liquidação do fundo, com o estabelecimento de critérios detalhados e específicos para a adoção desses procedimentos;*

*XX – possibilidade de futuras emissões de cotas, direito de preferência dos cotistas à subscrição de novas emissões e, se for o caso, autorização para a emissão de novas cotas a critério do administrador, independentemente de aprovação em assembleia geral e de alteração do regulamento (capital autorizado). Nos casos em que seja expressamente previsto o capital autorizado, o regulamento deverá estabelecer os principais termos, condições e prazos para realização dessas futuras emissões, bem como as quantidades máximas de novas ações a serem emitidas e os critérios para precificação de tais novas ações;*

*(...)*

*XXII – possibilidade de prestação de garantia real, fiança, aval, aceite ou qualquer outra forma de coobrigação, em nome do fundo, hipótese em o regulamento deverá estabelecer as principais condições ou critérios para realização das referidas operações;*

*XXIII – possibilidade de realização de operações de adiantamento para futuro aumento de capital (AFAC) em benefício de companhias investidas, hipótese em que o regulamento deverá estabelecer os principais termos, condições e prazos para conversão ou cancelamento, bem como quantidades mínimas e máximas de ações e critérios para sua precificação na hipótese de conversão;*

*XXIV – possibilidade de realização de operações de empréstimo ou aluguel de ações e demais ativos permitidos aos FIP, hipótese em que o regulamento deverá estabelecer os principais termos e condições para realização de tais operações e desde que sejam observados os demais requisitos aplicáveis aos investimentos dos FIP;*

*XXV – possibilidade de contratação de empréstimos ou financiamentos junto a quaisquer entidades ou instituições financeiras, locais ou internacionais, desde que observado o limite de 30% (trinta por cento) do capital comprometido do fundo no momento da contratação, hipótese em que o regulamento deverá estabelecer, ainda, os principais termos e condições para contratação dessas operações pelo fundo e cada operação deverá ser objeto de aprovação pela assembleia geral de cotistas.”*

### **Argumentação**

#### *AFAC*

O adiantamento para futuro aumento de capital (“AFAC”) é procedimento utilizado para antecipação de recursos para as companhias, constituindo uma alternativa de financiamento simples, rápida e de baixo custo. Como regra geral, o AFAC é utilizado por companhias que necessitam de reforços de capital de giro e, portanto, constante capitalização.

Em razão da ausência que qualquer dispositivo legal ou regulatório que proíba expressamente a antecipação de recursos pelos FIP para suas companhias investidas a título de AFAC, os participantes da indústria brasileira de *private equity* dividem-se em dois grupos distintos: **(i)** aqueles que entendem que seria permitido aos FIP realizar AFAC em benefício das suas respectivas companhias investidas, desde que observados termos e condições previamente estabelecidos, tais como prazos e condições para conversão ou cancelamento, quantidades mínimas e máximas de ações e critérios para precificação na hipótese de conversão; e **(ii)** aqueles que entendem que os FIP não poderiam realizar AFAC às suas companhias investidas em qualquer hipótese.

Pelo exposto acima e, principalmente, considerando a importância e a eficiência do AFAC como alternativa de financiamento para as companhias brasileiras, especialmente aquelas que necessitam de reforços de capital de giro e, portanto, constante capitalização, solicitamos a manifestação de V.Sas. com relação à possibilidade dos FIP realizarem AFAC em benefício de suas respectivas companhias investidas, desde que essa possibilidade esteja expressamente prevista no regulamento. Nessas hipóteses, entendemos que os

regulamentos deverão prever, ainda, os principais termos, condições e prazos para conversão ou cancelamento, bem como quantidades mínimas e máximas de ações e critérios para sua precificação na hipótese de conversão. Essas operações, a serem realizadas exclusivamente em benefício de companhias investidas que já integrem as carteiras de investimentos dos FIP, deverão ser computadas para fins de observância do limite de 90% (noventa por cento) de que trata o caput do artigo 11.

### *Empréstimos ou Aluguel de Ativos*

Nossos comentários decorrem de recentes e intensas dúvidas e discussões sobre a possibilidade dos FIP realizarem esse tipo de operação, principalmente envolvendo ações de companhias fechadas, desde que sejam observados os demais requisitos aplicáveis aos investimentos dos FIP.

Concordamos com o posicionamento de parte preponderante dos participantes da indústria que entendem que as operações de empréstimo ou aluguel de ações de companhias abertas encontram respaldo regulatório no inciso II do artigo 35 da Instrução CVM 391, combinado com o disposto no parágrafo único do artigo 89 da Instrução CVM 555.

O inciso II do artigo 35 da Instrução CVM 391, conforme transcrito abaixo, excetua da lista de operações vedadas aos FIP os empréstimos que sejam realizados nas modalidades estabelecidas pela CVM:

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

*(...)*

*II – contrair ou efetuar empréstimos, **salvo nas modalidades estabelecidas pela CVM;***

*(...)"*

Enquanto que o parágrafo único do artigo 89 da Instrução CVM 555 autoriza expressamente que os fundos de investimento emprestem e tomem ativos financeiros em empréstimos, observadas as condições que especifica:

*"Art. 89 (...)*

*Parágrafo único. Os fundos de investimento podem utilizar seus ativos para prestação de garantias de operações próprias, bem como **emprestar e tomar ativos financeiros em empréstimo** desde que tais operações de empréstimo sejam cursadas exclusivamente por meio de serviço autorizado pelo Banco Central do Brasil ou pela CVM."*

Assim, além da modalidade de empréstimo atualmente prevista na Instrução CVM 406, estariam expressamente autorizadas aos FIP as operações de empréstimo envolvendo ações de companhias abertas, uma vez que cursadas por meio de serviço autorizado pelo Banco Central do Brasil ou pela CVM.

No entanto, considerando a sistemática do nosso arcabouço regulatório<sup>2</sup>, entendemos que o dispositivo da Instrução CVM 555 transcrito acima autorizaria todos fundos de investimento a emprestarem e tomarem ativos em empréstimo, observadas as disposições das normas específicas aplicáveis a cada fundo. Em nossa visão, portanto, a aplicação do referido dispositivo aos fundos de investimento sujeitos à regulamentação própria passaria, necessariamente, pela sua interpretação em conjunto com as demais regras especificamente aplicáveis ao fundo de investimento em questão.

Nesse sentido, nossa visão é de que os FIP também poderiam emprestar e tomar ativos em empréstimo por meio de operações privadas, sem a necessidade de contratação de serviço autorizado pelo Banco Central do Brasil ou por essa D. CVM – uma vez que aos FIP é permitida, como regra geral, a realização desse tipo de operação. Se aos FIP é permitida a realização de investimentos em ações, debêntures e outros ativos de forma privada, sem a necessidade de contratação de serviço autorizado pelo Banco Central do Brasil ou por essa D. CVM, por que não seriam também permitidas aos FIP as operações de empréstimo de ativos cursadas de forma privada, particularidade atribuída aos FIP?

Em razão do exposto acima, entendemos que o inciso II do artigo 35 da Instrução CVM 391 não deveria ser interpretado no sentido de impedir os FIP de emprestarem ou tomarem ativos em empréstimo de forma privada, sem a necessidade de contratação de serviço autorizado pelo Banco Central do Brasil ou por essa D. Comissão, tendo em vista tratar-se de modalidade admitida pela regulamentação aplicável a esse tipo específico de fundo.

Sem prejuízo do nosso entendimento, em razão das recentes dúvidas e intensas discussões sobre esse assunto, solicitamos a manifestação de V.Sas. com relação à possibilidade dos FIP realizarem esse tipo de operação mediante inclusão do inciso XXIV ao artigo 9º da Minuta, conforme acima.

---

<sup>2</sup> Principalmente após a edição da Instrução CVM 555, cujo artigo 1º dispõe: “Art. 1º A presente Instrução aplica-se a todo e qualquer fundo de investimento registrado junto à CVM, observadas as disposições das normas específicas aplicáveis a estes fundos.”

### *Empréstimos e Financiamentos*

Destacamos, inicialmente, que nosso arcabouço regulatório permite expressamente aos FIP que obtenham apoio financeiro de organismo de fomento “contrair empréstimos, diretamente, dos organismos, das agências de fomento ou dos bancos de desenvolvimento a que se refere o caput, limitados ao montante correspondente a 30% (trinta por cento) dos ativos do fundo”<sup>3</sup>. Ocorre que, conforme é do conhecimento de V.Sas., poucos foram os FIP estruturados para receber apoio financeiro de organismos de fomento e, portanto, que efetivamente contrataram operações de empréstimo junto a organismos ou agências de fomento e bancos de desenvolvimento<sup>4</sup>. A ausência de demanda para esse tipo de estrutura pode ser justificada, dentre outros fatores, pela reduzido número de entidades que se encaixam no conceito previsto na referida Instrução CVM (i.e. organismos ou agências de fomento e bancos de desenvolvimento) e pelo pouco ou ausência de apetite dessas entidades com relação à realização de investimentos de *private equity* no Brasil.

Por outro lado, existe uma demanda reprimida no que se refere à contratação, pelos FIP, de empréstimos e financiamentos junto a outras entidades ou instituições financeiras, locais ou internacionais. Caso autorizadas, tais operações representariam importante recurso disponível aos gestores de *private equity*, viabilizando a utilização de estratégias híbridas para capitalização dos FIP. Tais estratégias, amplamente adotadas pelos gestores dos fundos internacionais de *private equity*, podem proporcionar maior eficiência de capital aos FIP e, conseqüentemente, potencializar os retornos aos seus cotistas.

Em caráter exemplificativo, seguem descritas abaixo possíveis finalidades ou destinações para recursos provenientes de empréstimos e financiamentos eventualmente contratados diretamente pelos FIP, as quais foram extraídas dos *private placement memoranda* de fundos internacionais de *private equity*:

- Prover a capitalização necessária ou complementar para viabilização de investimentos em companhias investidas, incluindo, sem limitação, as aquisições realizadas no contexto de Ofertas Públicas de Aquisição de Ações;
- Pagamento ou reembolso de despesas relacionadas à estruturação, constituição, registro e distribuição pública das cotas do FIP, despesas e encargos recorrentes

---

<sup>3</sup> Artigo 2º, inciso II, da Instrução CVM 406.

<sup>4</sup> Além do FIP que motivou a edição da Instrução CVM 406, tem-se notícia de apenas um FIP que conta com essa faculdade.

do FIP, incluindo, sem limitação, as taxas de administração e gestão;

- Prover financiamento para consumação de investimentos em curtíssimo prazo, no período entre a realização de chamada de capital para tal finalidade e o efetivo recebimento dos respectivos recursos; e/ou
- Prover recursos para fazer frente a eventuais inadimplementos de cotistas, assegurando o cumprimento tempestivo dos compromissos de aporte assumidos pelo FIP, assim como o pagamento de despesas e encargos mínimos necessários para garantir a continuidade das atividades do FIP.

### **Seção III - Enquadramento**

#### **Artigo 11 - Parágrafo primeiro**

*"Art. 11. O fundo deve manter, no mínimo, 90% (noventa por cento) de seu patrimônio líquido investido nos ativos previstos no art. 5º, observado, quando aplicável, os arts. 15 e 17.*

*§ 1º Para fins de atendimento ao limite referido no caput o FIP pode investir em outro FIP, incluindo aqueles previstos no Capítulo III, respeitado o limite de 40% (quarenta por cento) de seu patrimônio líquido."*

#### **Sugestões/Comentários**

Considerando nossos comentários ao artigo 5º da Minuta, no sentido de que sejam consolidados os conceitos de FIP e FICFIP em um único veículo, sugerimos a exclusão do parágrafo primeiro do artigo 11 da Minuta, renumerando-se os demais.

#### **Argumentação**

Caso seja aceita nossa sugestão referida acima, entendemos ser desnecessária a disposição constante do parágrafo primeiro do artigo 11.

#### **Artigo 12**

*"Art. 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."*

### **Sugestões/Comentários**

Ainda que nos reste clara a possibilidade dos FIP realizarem esse tipo de investimento, sugerimos um esclarecimento por parte dessa D. Comissão no sentido de que os FIP no exterior poderão ser realizados em ativos que tenham natureza econômica compatível com os ativos referidos no caput do artigo 12, direta ou indiretamente, por meio de fundos, veículos ou companhias de investimento constituídos no exterior, independente de sua forma ou natureza jurídica, desde que suas carteiras de investimentos e/ou seus respectivos ativos subjacentes tenham natureza econômica compatível com os ativos descritos nos artigos 5º, 15 e 17 da Minuta. Nesse sentido, o artigo 12 teria um novo parágrafo primeiro com a seguinte redação, renumerando-se os demais:

*"Art. 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 Os investimentos de que trata o caput poderão ser realizados pelo FIP direta ou indiretamente, inclusive por meio de fundos, veículos ou companhias de investimento constituídos no exterior, independente de sua forma ou natureza jurídica. Na hipótese de que trata este dispositivo, a participação do FIP no processo decisório da companhia investida, com efetiva influência na definição de sua política estratégica e na sua gestão, poderá ocorrer de forma indireta, por meio do administrador, gestor, consultor ou membros da administração ou comitê de investimentos dos referidos fundos, veículos ou companhias de investimento constituídos no exterior."*

### **Argumentação**

Entendemos que é a intenção dessa D. Comissão de Valores Mobiliários possibilitar que os FIP realizem investimentos em ativos no exterior de forma análoga aos investimentos que estão autorizados a realizar diretamente no Brasil, direta ou indiretamente, desde que as premissas e os requisitos aplicáveis aos investimentos dos FIP em geral sejam observados – ou seja, a natureza do investimento de *private equity* seja preservada.

Nossa sugestão, pautada pelo prevalectimento da essência sobre a forma, tem como objetivo assegurar que eventuais dúvidas e discussões no momento da aplicação da Instrução, principalmente no longo prazo, não limitem ou impossibilitem a realização de investimentos autorizados aos FIP. Nossa preocupação decorre de discussões equiparáveis havidas no passado, tendo como pano de fundo as particularidades das diversas

jurisdições em que poderão estar constituídos os emissores dos ativos permitidos aos FIP, que terão como consequência uma ampla diversidade de naturezas jurídicas, formas de constituição, organização e regulamentação desses emissores, dentre outras.

### **Artigo 13 - Caput e parágrafo segundo**

*"Art. 13. É permitida a constituição de fundos para investir em Fundos de Investimento em Participações e Fundos de Ações – Mercado de Acesso, denominados Fundos de Investimento em Cotas de Fundos de Investimento em Participações."*

#### **Sugestões/Comentários**

Considerando nossos comentários ao artigo 5º da Minuta, no sentido de que sejam consolidados os conceitos de FIP e FICFIP em um único veículo, sugerimos a exclusão do artigo 13 da Minuta, renumerando-se os demais.

#### **Argumentação**

Embora as cotas de FICFIP e os demais ativos de que trata o artigo 5º da Instrução CVM 391 não estejam expressamente previstos na lista de ativos atualmente permitidos aos FICFIP, não existe vedação expressa na norma que impossibilite a realização de tais investimentos, desde que observados os demais requisitos impostos pela regulamentação aplicável. Ainda, é evidente que os investidores de FICFIP buscam exposição diversificada a investimentos de *private equity*, sem prejuízo dessa exposição acontecer por meio do investimento direto em FIP e/ou indiretamente, por meio do investimento em outros FICFIP.

Especificamente com relação ao investimento de FICFIP em cotas de outros FICFIP, essa Autarquia já se manifestou favoravelmente em decisão proferida no âmbito do Processo CVM nº RJ – 2009-8053 sob o argumento de que "(i) esses fundos podem aplicar em cotas de Fundos de Investimento em Participações – FIP, que apresentam fatores de risco semelhantes aos FICFIP; e (ii) tal vedação impossibilitaria os gestores dos fundos investidores de usufruir as vantagens que os FICFIP têm em relação aos FIP, como a diversificação da carteira e a "expertise" na seleção de outros FIP".



## **Artigo 19 - Parágrafo único**

"Art. 19.

(...)

*Parágrafo único. O regulamento pode atribuir a uma ou mais classe de cotas distintos direitos econômico-financeiros, exclusivamente quanto à fixação das taxas de administração e de performance, e respectivas bases de cálculo, ressalvado o disposto no art. 10, inciso I."*

### **Sugestões/Comentários**

Exclusivamente no caso dos destinados a investidores profissionais, sugerimos que as particularidades ou distinções entre os direitos atribuídos às cotas de classes distintas não sejam limitadas exclusivamente à fixação das taxas de administração e de performance, mas sejam estabelecidas em razão das negociações havidas em cada caso e claramente definidas nos respectivos regulamentos. Nesse sentido, o parágrafo único do artigo 19 teria a redação abaixo, incluindo-se, ainda, o novo parágrafo segundo com a seguinte redação:

"Art. 19.

(...)

*§1º O regulamento pode atribuir a uma ou mais classes de cotas distintos direitos econômico-financeiros, neste último caso desde que exclusivamente quanto à fixação das taxas de administração, performance e respectivas bases de cálculo, ressalvado o disposto no art. 10, inciso I, e no parágrafo segundo deste art. 19.*

*§2º O regulamento dos fundos destinados exclusivamente a investidores profissionais pode atribuir a uma ou mais classes de cotas distintos direitos econômico-financeiros."*

### **Argumentação**

Assim como em outros casos comentados acima, destacamos, inicialmente, que nosso arcabouço regulatório permite expressamente aos FIP que obtenham apoio financeiro de organismo de fomento emitam "cotas de diferentes classes, a que sejam atribuídos direitos econômico-financeiros e/ou políticos diferenciados, a serem estabelecidos no regulamento do fundo". Vale também mencionar o caso dos Fundos de Investimento

Imobiliários destinados exclusivamente a investidores qualificados, cujos regulamentos podem prever a existência de cotas com direitos ou características especiais quanto à ordem de preferência no pagamento dos rendimentos periódicos, no reembolso de seu valor ou no pagamento do saldo de liquidação do fundo, além dos Fundos de Investimento em Direitos Creditórios, que estão autorizados a emitir cotas sênior e cotas subordinadas. Nesse sentido, a divisão das cotas dos fundos de investimento em classes distintas é expressamente permitida em circunstâncias diversas, de forma que não haveria impedimento legal ou regulatório para uma eventual extensão da mesma possibilidade às demais modalidades de FIP.

Em razão do exercício da nossa atividade profissional, é bastante comum nos depararmos com situações em que eventual divisão das cotas do FIP em classes distintas, com direitos econômico-financeiros e/ou políticos diferenciados, representaria importante recurso para viabilizar a combinação de recursos financeiros de investidores que têm demandas muito distintas em se tratando não só de direitos políticos e de governança, mas também com relação ao preço de emissão e integralização das respectivas cotas, a condições para realização de aportes de recursos no FIP e, como consequência, a condições para realização de amortizações e resgate das cotas (tais como critérios de precificação, prazo, prioridade ou preferência). Tais investidores, sendo conceituados como profissionais, tem capacidade e sofisticação mais do que suficientes para avaliar as vantagens, os impactos e os riscos associados a esse tipo de estrutura.

Os principais exemplos de casos que justificariam uma maior flexibilização dos direitos que poderiam ser diferenciados para cada classe de cotas dos FIP, além daqueles já previstos na Instrução CVM 391, envolvem, principalmente, estruturas e negociações de FIP destinados à captação de recursos junto a investidores institucionais locais e, simultaneamente, investidores estrangeiros, e/ou de FIP cujas carteiras de investimento serão geridas por gestores de *private equity* com atuação global. Porém esses não são todos os casos, conforme alguns exemplos abaixo:

#### *FIP para Investidores Locais e Estrangeiros*

FIP que tenham como público alvo investidores institucionais locais e estrangeiros poderiam ter classe específica para cada tipo de investidor, sendo que a classe de cotas destinada exclusivamente aos investidores estrangeiros poderiam ter seus critérios de precificação para fins de subscrição, integralização, amortização e resgate referenciados em moeda estrangeira. Esse aspecto é muito importante tendo em vista os altos custos para contratação de instrumentos de hedge cambial, seja no país ou no exterior. A restrição regulatória, somada aos referidos custos, por diversas vezes inviabilizaram a

efetiva estruturação, constituição, registro e operação desse tipo de FIP.

#### *FIP com Períodos de Captação e Fechamentos Distintos*

Investidores que realizem investimentos em FIP em momentos distintos tem, naturalmente, expectativas distintas em relação a preço e prazo de subscrição e integralização das respectivas cotas, assim como em relação a preço e prazo para amortizações e resgate das mesmas. Nesse sentido, tais investidores deveriam ser alocados em classes distintas de cotas, estando sujeitos aos direitos atinentes à sua respectiva classe. Os investidores do primeiro fechamento (classe A), por exemplo, poderão ter integralizado parcialmente suas cotas no momento da potencial subscrição e início das integralizações das cotas dos investidores do segundo fechamento (classe B), sendo que o FIP poderá ter iniciado suas atividades e seus investimentos nesse momento. Nesses casos, é esperado que as cotas classe B tenham condições diferenciadas de preço de emissão e integralização em relação às cotas classe A (desde que estritamente observada a legislação e regulamentação aplicáveis, sem qualquer tipo de abuso de forma) e, mais do que isso: **(i)** possam estar sujeitas a cronograma de integralização e amortização distintos, evitando-se que cotas com percentuais distintos de integralização estejam sujeitas, de forma pro rata, às mesmas chamadas de capital e aos mesmos direitos de amortização; e **(ii)** se for o caso, possam remunerar o capital dos cotistas classe A, por meio da amortização dessas cotas no momento da primeira integralização das cotas classe A, evitando-se a socialização indevida dos ganhos atribuíveis exclusivamente às cotas classe A.

#### *Condições Específicas resultantes de Negociação*

Sem prejuízo das hipóteses acima, investidores profissionais, altamente capacitados e sofisticados, deveriam ter liberdade para negociar condições específicas para amortização e resgate das suas cotas, com base em seus respectivos horizontes de investimento. Nesse sentido, as classes distintas poderiam ter cronograma de amortização e prazo de resgate distintos, com base nas expectativas de cada tipo de investidor.

Porém, em razão da limitação regulatória, o que ocorre na prática é que os investidores profissionais, com perfis e demandas absolutamente distintos, acabam sendo alocados em FIP separados. Vale lembrar que essa decisão não é necessariamente do administrador ou do gestor do FIP, mas dos próprios investidores que reconhecem que alguns desafios são intransponíveis em razão da limitação regulatória. Como resultado, a estrutura é duplicada no âmbito de um mesmo processo de estruturação e captação de recursos – são constituídos dois FIP a serem geridos pelo mesmo gestor, com os mesmos objetivos e

políticas de investimento e que, como regra geral, realizarão todos os investimentos e desinvestimentos sempre em conjunto.

Em nossa visão, a possibilidade de divisão das cotas do FIP em classes distintas, com direitos econômico-financeiros e/ou políticos diferenciados, seria mais um passo no desenvolvimento da indústria de *private equity* no Brasil. Tal possibilidade viabilizaria o uso de uma estrutura única e a convivência de investidores com perfis distintos em um único FIP, além de garantir maior transparência com relação aos termos e condições que são atualmente negociados entre os investidores por meio da celebração de acordos de cotistas, eficiência em termos de custos.

Por fim, destacamos que, ao contrário do que ocorre nos Fundos de Investimento em Direitos Creditórios, os benchmarks das cotas dos fundos de *private equity* não representam limitação à rentabilidade que possa ser auferida aos titulares das referidas cotas. Trata-se, exclusivamente, de uma referência ou patamar de rentabilidade a partir do qual os gestores dos referidos fundos passam a fazer jus às respectivas remunerações baseadas em desempenho (taxas de performance). Representa, portanto, um dos principais incentivos do gestor de *private equity* no exercício de suas funções: uma participação mais relevante nos retornos auferidos pelo FIP e pelos cotistas.

Entendemos que existe no mercado demanda para produtos que sejam destinados a diferentes tipos de investidor, sendo alguns mais conservadores e outros dispostos a correr maior risco em troca de maior retorno. Seriam de grande aceitação no mercado fundos de investimento que possuam classes de cota com diferentes cronogramas de subscrição, integralização, amortização ou mesmo prazos de resgate. Diante da maior complexidade do produto com tais características, sugerimos que esta faculdade seja exclusiva dos fundos destinados a investidores profissionais. Nesse sentido, os parágrafos segundo, terceiro e quarto do artigo 19 teriam as seguintes redações:

Entendemos que o regulamento do FIP deverá estabelecer claramente quais são as regras de subscrição e integralização de cotas, estabelecendo, por exemplo, as regras e o procedimento para realização de chamadas de capital. Adicionalmente, o regulamento deverá deixar claro os prazos de amortização ou resgate, em relação a cada classe e série de cotas.

**Artigo 24 - inciso XI**

*"Art. 24. Compete privativamente à assembleia geral de cotistas deliberar sobre:  
(...)*

*VII – a alteração no prazo de duração do fundo;  
(...)*

*XI – a prestação de fiança, aval, aceite, ou qualquer outra forma de coobrigação, em nome do fundo;  
(...)*

*XIII – a inclusão de encargos não previstos no art. 45 ou o seu respectivo aumento;"*

**Sugestões/Comentários**

Sugerimos que exclusivamente no caso dos FIP destinados exclusivamente a investidores profissionais, não sejam privativas de assembleia geral as deliberações sobre as seguintes matérias: **(i)** alteração no prazo de duração do FIP; **(ii)** prestação de garantias reais, fiança, aval, aceite ou qualquer outra forma de coobrigação, em nome do fundo; e **(iii)** inclusão, no regulamento, de encargos não previstos no artigo 45 da Minuta ou o seu respectivo aumento. Tais matérias, nos FIP destinados exclusivamente a investidores profissionais, poderiam ser deliberadas de acordo com critérios de governança estabelecidos nos regulamentos (i.e. à critério do gestor, nas circunstâncias expressamente previstas no regulamento e/ou mediante aprovação pelo comitê de investimentos ou órgãos assemelhados). Nesse sentido, os incisos VII, XI e XIII do artigo 24 teriam as redações abaixo, incluindo-se, ainda, o parágrafo único com a seguinte redação:

*"Art. 24. Compete privativamente à assembleia geral de cotistas deliberar sobre:  
(...)*

*VII – a alteração no prazo de duração do fundo, observado o disposto no parágrafo único deste artigo;  
(...)*

*XI – a prestação de garantia real, fiança, aval, aceite ou qualquer outra forma de coobrigação, em nome do fundo, observado o disposto no parágrafo único deste artigo;*

(...)

*XIII – a inclusão de encargos não previstos no art. 45 ou o seu respectivo aumento, observado o disposto no parágrafo único deste artigo;*

(...)

*Parágrafo único. A deliberação sobre as matérias previstas nos incisos VII, XI e XIII do art. 24 não será privativa de assembleia geral nos fundos destinados exclusivamente a investidores profissionais, as quais poderão ser deliberadas de acordo com critérios de governança estabelecidos nos respectivos regulamentos.”*

### **Argumentação**

Os investidores profissionais, altamente capacitados e sofisticados, deveriam ter liberdade para negociar condições específicas e aprovações necessárias para prorrogação do prazo de duração do FIP, prestação de garantias e encargos a serem suportados pelo FIP. Tais investidores, sendo conceituados como profissionais, tem capacidade e sofisticação mais do que suficientes para avaliar as vantagens, os impactos e os riscos associados a esses termos e condições.

### **Seção II - Convocação e Instalação**

#### **Artigo 29 - Parágrafo segundo**

*"Art. 29. As deliberações da assembleia geral são tomadas por maioria de votos, cabendo a cada cota 1 (um) voto.*

(...)

*§ 2º Dependem da aprovação de cotistas que representem metade, no mínimo, das cotas subscritas, se maior quorum não for fixado no regulamento, as deliberações relativas às matérias previstas nos arts. 24, incisos II, III, IV, V, VI, VIII, IX, XII, XIII, XIV e XV, e 44.*

*§ 3º Dependem da aprovação de cotistas que representem, no mínimo, dois terços das cotas subscritas para a deliberação referida no art. 24, inciso XI, desta Instrução.*

*§ 4º O regulamento do fundo pode estabelecer outras matérias sujeitas à quorum qualificado, além daquelas referidas no § 2º.”*

### **Sugestões/Comentários**

Sugerimos que o regulamento seja o documento hábil para determinar quais as matérias deverão estar sujeitas a quorum qualificado para deliberação pela assembleia geral de cotistas, bem como os referidos quórum. Nesse sentido, o parágrafo segundo do artigo 29 teria a seguinte redação, excluindo-se os parágrafos terceiro e quarto:

*"Art. 29. As deliberações da assembleia geral são tomadas por maioria de votos, cabendo a cada cota 1 (um) voto.  
(...)"*

*§ 2º O regulamento deverá prever as matérias que estarão sujeitas à quorum qualificado para deliberação."*

### **Argumentação**

Os investidores profissionais, altamente capacitados e sofisticados, deveriam ter liberdade para negociar quais matérias estarão sujeitas à sua deliberação. Tais investidores, sendo conceituados como profissionais, tem capacidade e sofisticação mais do que suficientes para avaliar as vantagens, os impactos e os riscos associados à estrutura de governança dos FIP em que investirem.

### **Seção VI - Vedações**

#### **Artigo 43 - inciso II**

*"Art. 43. É vedado ao administrador e gestor, direta ou indiretamente, em nome do fundo:  
(...)"*

*II – contrair ou efetuar empréstimos, salvo o disposto no art. 10;"*

### **Sugestões/Comentários**

Considerando nossos comentários aos incisos XXIV e XXV do artigo 9º da Minuta, sugerimos aprimoramento da redação do inciso II do artigo 43. Nesse sentido, o referido dispositivo teria a seguinte redação:

*"Art. 43. É vedado ao administrador e gestor, direta ou indiretamente, em nome do fundo:*

(...)

*II – contrair ou efetuar empréstimos, ressalvadas as hipóteses previstas nesta Instrução;”*

### **Argumentação**

Caso sejam aceitas nossas sugestões aos incisos XXIV e XXV do artigo 9º da Minuta, entendemos ser necessário o aprimoramento do inciso II do artigo 43 nos termos acima.

### **Artigo 43 - inciso III**

*"Art. 43. É vedado ao administrador e gestor, direta ou indiretamente, em nome do fundo:  
(...)*

*III – prestar fiança, aval, aceite, ou coobrigar-se sob qualquer outra forma, exceto mediante aprovação da maioria qualificada dos cotistas reunidos em assembleia geral, desde que o regulamento do fundo preveja essa possibilidade;”*

### **Sugestões/Comentários**

Considerando nossos comentários ao inciso XXII do artigo 9º da Minuta, sugerimos aprimoramento da redação do inciso III do artigo 43. Nesse sentido, o referido dispositivo teria a seguinte redação:

*"Art. 43. É vedado ao administrador e gestor, direta ou indiretamente, em nome do fundo:  
(...)*

*III – prestar garantia real, fiança, aval, aceite ou coobrigar-se sob qualquer outra forma, ressalvadas as hipóteses previstas nesta Instrução;”*

### **Argumentação**

Caso seja aceita nossa sugestão ao inciso XXII do artigo 9º da Minuta, entendemos ser necessário o aprimoramento do inciso III do artigo 43 nos termos acima.



## **Capítulo VII - Encargos**

### **Artigo 45 - Parágrafo primeiro**

"Art. 45. (...)

*§ 1º Quaisquer despesas não previstas como encargos do fundo ou do gestor devem ser imputadas ao administrador, salvo decisão contrária da assembleia geral, conforme disposto no art. 24, XIII."*

#### **Sugestões/Comentários**

Sugerimos a inclusão de previsão expressa para que o regulamento do FIP possa estabelecer que certas despesas não consideradas como encargos do FIP sejam imputadas também ao gestor, não sendo exclusivas do administrador.

"Art. 45. (...)

*§ 1º Quaisquer despesas não previstas no regulamento como encargos do fundo devem ser imputadas ao administrador ou ao gestor, salvo decisão contrária da assembleia geral."*

#### **Argumentação**

Os investidores profissionais, altamente capacitados e sofisticados, deveriam ter liberdade para negociar os encargos a serem suportados pelo FIP. Tais investidores, sendo conceituados como profissionais, tem capacidade e sofisticação mais do que suficientes para avaliar as vantagens, os impactos e os riscos associados a esses termos e condições.

\*\*\*\*\*