

São Paulo, 16 de março de 2016.

À

**Superintendência de Desenvolvimento de Mercado da
Comissão de Valores Mobiliários**

Rua Sete de Setembro, 111, 23º andar, Rio de Janeiro – RJ,
CEP 20050-901

At.: audpublicaSDM0515@cvm.gov.br

Ref.: Edital de Audiência Pública SDM Nº 05/2015

Prezados Senhores,

Agradecemos a oportunidade de participar deste fórum de discussão sobre a revisão e reformulação das regras aplicáveis aos Fundos de Investimento em Participações ("FIPs") e Fundos Mútuos de Investimento em Empresas Emergentes ("FMIEEs") e seus derivados, conforme proposto pelo Edital de Audiência Pública SDM Nº 05/2015 (o "Edital").

De início, entendemos oportuno aqui expressar nossa grande satisfação e estender nossos cumprimentos e elogios à esta SDM pela iniciativa, certamente de grande valia para nosso mercado de capitais, de promover uma revisão e reformulação aos normativos que hoje regulam a indústria nacional de *equity funds*. Esta é uma indústria altamente dinâmica e, definitivamente, a adoção de um conjunto de regras que pautam as melhores e mais atuais práticas se faz essencial para tornar os fundos de investimento em participações uma alternativa de investimento cada vez mais expressiva e geradora de valor para o mercado investidor brasileiro, especialmente em momentos de estresse econômico, tal qual vivemos nos dias de hoje.

Tendo dito o acima, gostaríamos de contribuir com esta SDM para a revisão dos referidos normativos com os seguintes comentários e sugestões:

1. Investimento em Debêntures Simples

Conforme constante do Edital (item 3.1), a CVM questiona se seria adequado permitir aos FIPs em geral, tal qual hoje já é permitido ao FIP-IE, o investimento em debêntures simples (i.e., não conversíveis) e caso afirmativo, das possíveis formas de o fundo assegurar a efetiva influência na definição da política estratégica e na gestão da investida por meio de investimento em tais títulos e da conveniência de se prever tais títulos no rol de ativos elegíveis, como regra geral.

Sobre este ponto, gostaríamos de tecer os seguintes comentários:

(a) em sua acepção original, o fundo de investimento em participações é um veículo cujo objetivo precípua é realizar o investimento em títulos representativos de capital (*equity*) de empresas. Com base nesta premissa é que a atual regulamentação estabelece que tais títulos são (i) prioritariamente, ações de emissão de companhias, abertas ou fechadas; e (ii) de forma secundária, outros títulos permutáveis ou conversíveis em ações de emissão de companhias, ou seja, que por vínculo de um direito contratual, estabelecem um liame jurídico indireto com títulos representativos de capital das respectivas companhias emissoras.

(b) nesta linha, é principalmente por meio da detenção direta de ações que o investidor tem a capacidade de exercer o espectro integral de direitos que lhe são atribuídos pela legislação societária pátria, enquanto acionista de uma companhia. Ou seja, em sua essência, o investimento direto em ações é o mecanismo mais claro e objetivo de assegurar que o fundo, ao investir em determinada companhia, terá a capacidade-poder de participar efetiva e diretamente da política estratégica e, mormente, da gestão da companhia investida, por meio do exercício de prerrogativas legais exclusivamente atribuídas aos acionistas, tais como a eleição de administradores, a revisão e aprovação de contas, deliberação sobre reestruturações societárias envolvendo a companhia, distribuição de lucros, entre outras previstas na legislação e, eventualmente, nos próprios estatutos das companhias investidas.

(c) por sua vez, com relação aos títulos permutáveis ou conversíveis em ações, também concordamos que tais títulos podem conceder aos seu titular uma certa influência na política estratégica e gestão da companhia, conforme os eventuais termos e condições de seus respectivos instrumentos de emissão. Mas,

teoricamente, é justamente neste ponto que acreditamos ser válido ressaltar que tais títulos, enquanto assim mantidos em carteira pelos fundos investidores (ou seja, enquanto os direitos de permuta ou conversão subjacentes não forem exercidos e o fundo não receber as ações correspondentes), encontram uma limitação natural à capacidade de seu detentor de participar efetivamente da gestão direta da companhia, já que os direitos que lhe são atribuídos no que tange a gestão e a estratégia da companhia emissora, assim lhe são atribuídos de maneira artificial, por meio de acordos específicos que concedam, por exemplo, direitos a veto ou aprovação especial (ou qualificada) sobre determinada matéria relevante à gestão da respectiva companhia emissora.

De forma a exemplificar a questão, no caso de uma debênture, conversível ou não, enquanto assim mantida em carteira pelo fundo, os eventuais poderes que seriam atribuídos ao fundo como debenturista seriam limitados a seu exercício através de uma assembleia de debenturistas, conforme os direitos assim lhe concedidos pela escritura de emissão, encontrando assim, limitação nos direitos e prerrogativas atribuídos a acionistas e aos órgãos da administração pela legislação societária. Assim, somente quando permutados ou conversíveis é que o seu detentor poderá exercer a totalidade dos direitos inerentes à qualidade de acionista, tal qual mencionamos no item (b) acima.

(d) dito o acima, no caso das debêntures simples, em princípio, seria possível lhes dar o mesmo tratamento dos títulos permutáveis ou conversíveis em ações, enquanto assim mantidos em carteira, já que, em ambos os casos, a participação direta na política estratégica e gestão da companhia poderiam ocorrer de formas semelhantes, por meio de direitos concedidos especificamente através dos seus respectivos instrumentos de emissão.

(e) por outro lado, em se tratando da essência do fundo de investimento em participações, entendemos que o investimento puro em debêntures simples desvirtuaria o propósito deste tipo de fundo, cujo principal objetivo é investir em participações de companhias, e não títulos de dívida, pelas razões acima explicitadas. Assim, para evitar a descaracterização do tipo e natureza do fundo, caso seja considerada a inclusão de debêntures simples no rol de ativos elegíveis, sugerimos que seja considerada, adicionalmente ao percentual de enquadramento previsto no art. 11 da minuta, a inclusão das seguintes hipóteses específicas, que permitiriam o investimento do FIP em debêntures simples:

um limite específico para a composição da carteira dos fundos, prevendo uma composição mínima em títulos de participação (e.g., ações e títulos permutáveis ou conversíveis em ações) - a qual poderia ser correspondente a, no mínimo, metade do patrimônio do fundo - permitindo que uma parcela do patrimônio do fundo fosse alocada em títulos de dívida (i.e., debêntures simples). Tal regra teria o objetivo de evitar o abuso de forma e assim, impedir que o fundo de investimento em participações passe a ser empregado para investimentos em outros títulos originalmente não considerados para sua finalidade principal, que é a de ser um veículo de investimento em *equity* de companhias emissoras, sejam elas de capital aberto ou fechado.

(f) Alternativamente ao acima sugerido, caso esta SDM entenda que a inclusão de uma composição mínima da carteira em títulos de participação seja sobremaneira limitadora ou restritiva à atuação dos FIPs, sugerimos ao menos que a inclusão de debêntures simples no rol de ativos elegíveis seja feita *pari passu* com a exigência de que a aquisição de tais títulos somente seria possível para FIPs que já possuíssem ações ou outros títulos de participação do mesmo emissor.

2. Investimentos em ativos no exterior

Com relação a este ponto, sugerimos um pequeno esclarecimento na redação do art. 12 da minuta proposta, conforme exposto abaixo.

Conforme redação atual da minuta, o art. 12 estabelece, em seu caput:

“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.” (g.n.)

A seguir, a minuta indica:

“§ 1º Para fins desta Instrução, não é considerado estrangeiro, o emissor:

I – que tenha sede no Brasil e ativos localizados no Brasil que correspondam a 50% (cinquenta por cento) ou mais daqueles constantes das suas demonstrações contábeis; ou

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.”

Da leitura independente do caput e do §1º, é possível termos entendimentos iniciais distintos: (a) que a CVM quer inserir um limite de concentração aplicável a ativos no exterior de emissão de quaisquer emissores estrangeiros considerado tal limite de forma global (*i.e.*, todos os investimentos), ou (b) que o limite de concentração se aplica a apenas para ativos no exterior, de tal forma que, caso o ativo tenha negociação no mercado brasileiro, independentemente deste ser de emissão de um emissor estrangeiro, tal ativo não entraria no computo do limite de concentração ora previsto.

Contudo, ao se analisar conjuntamente ambos os dispositivos, nos parece que o entendimento almejado seria aquele descrito no item (a) acima. Desta forma, caso a intenção seja de limitar o investimento do FIP a ativos de emissão de estrangeiros que sejam detidos ou negociados no exterior, sugerimos que a redação do caput do art. 12 seja revisada para esclarecer exatamente este limite específico de concentração.

3. Volume Mínimo de Aplicação de FICFIPs

O art. 13 da minuta permite a criação de FICFIPs, estabelecendo o limite mínimo de aplicação do patrimônio. Sugerimos inserir uma aplicação subsidiária do art. 11, com o intuito de permitir o não atendimento deste limite mínimo durante a fase de investimento, de forma semelhante à redação prevista no art. 18 da minuta.

4. FIP Capital Semente e FIP Empresas Emergentes

No tocante às novas subcategorias de FIP propostos pela minuta, sugerimos um pequeno ajuste na redação do art. 15, §4º e do art. 16, §4º para alinhar ao conceito que norteia a proposta destes FIPs, qual seja, possibilitar investimento em sociedades de pequeno porte incapazes de assumir a totalidade dos

custos atrelados a regras mais rígidas de governança corporativa, mas que apresentam potencial de crescimento significativo que poderá ser alcançado caso tenham acesso ao capital.

A redação ora proposta dos referidos parágrafos é bastante similar, com alteração somente no montante de referência para ativo total e receita bruta anual, conforme abaixo:

*"§4º As companhias ou sociedades limitadas referidas no **caput** não podem ser controladas, direta ou indiretamente, por sociedade que apresente ativo total superior a R\$80.000.000,00 (oitenta milhões de reais) [R\$240.000.000,00 (duzentos e quarenta milhões de reais), caso FIP Empresas Emergentes] ou receita bruta anual superior a R\$100.000.000,00 (cem milhões de reais) [R\$300.000.000,00 (trezentos milhões de reais), caso FIP Empresas Emergentes]."*

Como se observa, referidos parágrafos visam estabelecer importantes critérios objetivos para restringir o desvio de finalidade do FIP Capital Semente e do FIP Empresas Emergentes, impedindo que tais FIPs invistam em subsidiárias de grandes grupos econômicos, similarmente ao conceito já previsto no art. 1º, §3º da Instrução CVM 209/94 (conforme alterado pela Instrução CVM 470/08), cuja redação encontra-se abaixo:

"§ 3º É vedado ao Fundo investir em sociedade cujo controle acionário seja detido por grupo de sociedades, de fato ou de direito, cujo patrimônio líquido consolidado seja superior a R\$ 300.000.000,00"

No comparativo das redações ora propostas com o dispositivo acima citado, destacamos que a utilização do termo "*sociedade*" no dispositivo "*por sociedade que apresente ativo total superior*", diverge do conceito já existente na IN CVM 209/94 ("*grupo de sociedades, de fato ou de direito*"), e poderia possibilitar uma limitação maior da restrição originalmente prevista na IN CVM 209/94, já que a limitação sugerida na redação proposta, da forma como colocada, seria aplicável somente caso a investida seja controlada por uma sociedade (conforme conceito jurídico e, portanto, não abarcando pessoas físicas e entidades não personificadas). Assim, sugeriríamos que a redação proposta fosse revisada para que se mantivesse a restrição à grupos de sociedades, de fato ou de direito, mantendo-se, ainda a referência valorativa à receita bruta consolidada, nos casos de grupos de sociedade.

Por fim, indagamos à esta autarquia se não seria conveniente, por outro lado, inserir no dispositivo proposto, uma exceção a investimentos por mais de um FIP Capital Semente e/ou FIP Empresas Emergentes não relacionados entre si de forma a não restringir o acesso da sociedade a somente um FIP Capital Semente ou um FIP Empresas Emergentes. Isto se daria pois, considerando que o primeiro investimento comumente acompanha a formalização de um acordo de acionistas, existe a possibilidade de criação de um bloco de controle e, por conseguinte, de uma estrutura de controle na sociedade investida entre os acionistas originais e o FIP. Com esta premissa em mente, se assumirmos que a análise da receita bruta possa ocorrer de forma consolidada, outros investimentos em carteira do FIP já acionista poderia se subsumir na hipótese restritiva prevista na redação proposta. Assim, desde que FIPs não sejam relacionados entre si, seja pela equivalência de cotistas ou de gestores, não veríamos impedimento para que a regulamentação permitisse o investimento em uma determinada sociedade por mais de um FIP Capital Semente ou um FIP Empresas Emergentes, conforme o caso.

5. FIP-IE

Com relação a este tipo de fundo, o art. 17 da minuta prevê, em seu parágrafo 5º, o seguinte:

“§ 5º Cada FIP-IE e FIP-PD&I deve ter, no mínimo, 5 (cinco) cotistas, sendo que cada cotista não pode deter mais de 40% (quarenta por cento) das cotas emitidas pelo FIP-IE ou pelo FIP-PD&I ou auferir rendimento superior a 40% (quarenta por cento) do rendimento do fundo.”

Notamos que tal dispositivo é cópia integral do disposto no art. 1º, § 6º da Lei nº 11.478/07, que criou a figura do FIP-IE e concedeu benefícios fiscais específicos para este tipo de fundo (conforme alterada pela Lei nº 12.431/11). É importante ressaltar que esta restrição à estrutura e composição deste tipo de fundo tem caráter preponderantemente fiscal, já que o racional para sua inclusão na lei é evitar abuso de forma e utilização do FIP-IE como forma de planejamento tributário para diminuição da carga tributária de investidores. Tal consideração foi expressamente reconhecida na própria exposição de motivos da Lei 11.478/07, vide abaixo:

“5. Visando evitar desvios de utilização do fundo, em especial, no que concerne à isenção tributária, proponho também sua composição com, no mínimo, 10 cotistas, cuja participação individual não será superior a 20% do patrimônio do fundo. O prazo mínimo para liquidação do fundo é de 8 anos, período plenamente compatível com a natureza do mais longo dos projetos que se busca fomentar.”

Assim, por se tratar de uma exigência já prevista em lei que possui caráter eminentemente tributário, sugerimos a exclusão do parágrafo 5º do art. 17 da minuta proposta, especialmente pelo fato de possivelmente a CVM extrapolar sua função reguladora do mercado de capitais ao inserir dispositivo cujo objetivo principal é prevenir violação à dispositivos legais de natureza fiscal.

6. Conflito de Interesses

Nos parece que a CVM, ao inserir o art. 31, buscou, acertadamente, estabelecer situações de conflito formal de interesses entre o fundo, o administrador e o gestor e, assim, determinar a proibição de voto nas hipóteses lá previstas no tocante a assembleia de cotistas. Sobre este tópico, gostaríamos de ressaltar os seguintes pontos:

(a) o item III deste art. 31 se refere a “empresas ligadas”. Não temos este conceito previsto em lei ou regulamentação para definir o que será considerado como “ligada”. Assim, seria recomendável (i) a adoção de uma terminologia já prevista em lei ou na regulamentação (por exemplo, afiliada, coligada, conforme previsto na legislação societária, ou mesmo a adequação do termo para “partes relacionadas”, adotando a definição do termo conforme prevista na Deliberação CVM 642/10) ou mesmo a inclusão de um texto esclarecedor desta definição. Isto pois, a adoção de uma terminologia genérica para casos de proibição de voto em razão de conflitos de interesse pode tornar, na prática, a aplicação desta proibição sobremaneira difícil ou complexa, gerando dificuldade aos administradores e gestores de fundos em observar tal restrição;

(b) com relação ao item V deste art. 31, sugerimos a revisão da redação para esclarecer que operações em geral, entre um cotista e o fundo, atuando como contrapartes, deveriam, no conceito sugerido pela CVM, ser objeto deste conflito formal. A redação atual, de maneira genérica, pode suscitar um debate

envolvendo a qualificação da expressão "interesse conflitante" e se tal análise deveria ser realizada *a posteriori* sob a ótica de um eventual conflito material de interesse; e

(c) por fim, sugerimos que estas proibições não se apliquem caso o administrador ou o gestor possua procuração de cotistas com instrução de voto específica. Na prática, impedir este exercício pode tornar a mecânica de uma assembleia de cotistas mais complicada.

Acreditamos, outrossim, que este pode ser um momento oportuno para também estender o conceito acima para órgãos deliberativos previstos no art. 38 da minuta, aprimorando, portanto, a redação do §3º do referido dispositivo de forma a também incluir os conceitos de exercício das funções e do poder de voto no interesse do FIP, com restrição ao exercício do direito de voto nas hipóteses de conflito de interesse.

Sendo o que nos cumpria pelo momento, subscrevemos a presente, permanecendo à disposição para os eventuais esclarecimentos julgados necessários.

Respeitosamente,

Trench, Rossi e Watanabe Advogados