

Para: SRE MEMO/SRE/GER-3/Nº 84/2007

De: GER-3 Data: 22/3/2007

Assunto: Dispensa de Requisitos da Instrução CVM nº 391/03 – Processo CVM N° RJ-2007-1366

Senhor Superintendente,

Reportamo-nos à solicitação de dispensa do cumprimento de dispositivos constantes da Instrução CVM nº 391/03 ("Instrução 391"), formulada pelo Banco Santander Banespa S/A ("Administrador"), na qualidade de instituição administradora do Brasoil Fundo de Investimento em Participações ("Fundo Brasoil").

O Regulamento do Fundo Brasoil contém dois dispositivos que carecem da apreciação do Colegiado, por configurarem hipóteses que podem ser tidas como contrárias ao disposto nos incisos III e VI (a) do art. 35 da Instrução CVM nº 391/03 ("Instrução 391"), respectivamente:

- i. Art. 49, inciso III – Possibilidade de utilização de ativos integrantes da carteira do fundo na prestação de garantias reais; e
- ii. Art. 9º, inciso II – Investimento em sociedades estrangeiras, as quais destinam-se, exclusivamente, a realizar investimentos em companhias brasileiras.

#### Características Básicas do Fundo Brasoil

O Fundo Brasoil é constituído sob a forma de condomínio fechado, com prazo de duração de 10 anos, contados a partir da data da primeira subscrição de cotas, prorrogável mediante proposta do administrador e deliberação da assembléia geral de cotistas.

Seu objetivo prioritário é realizar investimentos em valores mobiliários de emissão de companhias que exerçam atividades relacionadas ao setor de petróleo, gás natural e outros hidrocarbonetos. Resta previsto que seu patrimônio inicial pode atingir o montante de R\$ 180 milhões.

O Administrador informou que a distribuição de cotas não conta com esforço de venda, sendo destinada a apenas três investidores específicos – *Brasoil 1, LLC; Brasoil 2, LLC; e Brasoil 3, LLC*.

Ressaltamos que no pedido de registro foi informado que as cotas não seriam admitidas à negociação em bolsa de valores ou mercado de balcão. Entretanto, após ser informado da concessão do registro de distribuição – CVM/SRE/RFP/2007/015 –, o Administrador alterou o Regulamento do fundo, o qual passou a prever a hipótese em tela.

Segundo o Administrador, tal alteração visa a viabilizar a aquisição de cotas pelos investidores estrangeiros, haja vista o disposto no art. 6º da Resolução CMN nº 2.689/00, norma a qual dispõe sobre aplicações de investidor não-residente nos mercados financeiro e de capitais.

O Anexo I contém ilustração do *project finance* elaborado para as operações do Fundo Brasoil.

#### Investimento em Sociedades Estrangeiras

O art. 35, inciso VI, da Instrução 391, veda ao administrador, direta ou indiretamente, em nome do FIP, a aplicação de recursos no exterior.

Tal possibilidade resta disposta no art. 9º, inciso II, do Regulamento do Fundo Brasoil, que prevê o investimento de recursos do fundo em "*corporations, limited liability companies ou outras sociedades estrangeiras assemelhadas constituídas de acordo com as leis de países que não o Brasil que tenham como fim específico e exclusivo o investimento, direto ou indiretamente, em companhias brasileiras que atuem na área de petróleo, gás natural e outros hidrocarbonetos, (...), especialmente aquelas relacionadas às práticas de governança corporativa*". (grifo nosso)

#### Penhor de Ativos de Propriedade do FIP

O art. 35, inciso III, da Instrução 391, veda ao administrador, direta ou indiretamente, em nome do FIP, prestar fiança, aval, aceite ou coobrigar-se sob qualquer outra forma.

O Regulamento do Fundo Brasoil prevê a possibilidade de utilização de ativos do fundo na prestação de garantias reais que visem garantir empréstimos ou financiamentos concedidos às companhias-alvo, desde que tal procedimento seja aprovado por um quorum de 75% das cotas emitidas.

#### Manifestação do Administrador

##### Prestação de Garantias

Entende que não há vedação expressa à constituição de garantia real pelo Administrador em nome do Fundo Brasoil, dado que fiança, aval ou aceite são modalidades de garantia pessoal. Todavia, pensa que a expressão "coobrigar-se sob qualquer outra forma" é genérica e poderia ser interpretada de forma a incluir não apenas outras garantias pessoais, como também a constituição de garantias reais.

Acredita que a melhor interpretação do inciso III do art. 35 da Instrução 391 deve considerar a finalidade da norma: proteger os interesses dos cotistas de FIP. Uma vez que os FIP foram idealizados com o objetivo de fomentar a indústria de *private equity*, em que tradicionalmente muitas aquisições são alavancadas, ressalta que o espírito da norma não deveria ser o de impedir a estruturação da operação na forma pretendida, na qual a dívida contraída pelas companhias-alvo será garantida pelo penhor das ações da Brasoil do Brasil Exploração de Petro. S/A e de seu controlador, Brasoil Holdco LLC (sociedade estrangeira que receberia investimentos do FIP Brasoil), mas sem qualquer garantia pessoal ou comprometimento do restante do patrimônio do fundo.

Defende que a matéria deve ser avaliada sob o enfoque mais amplo da proteção dos interesses dos cotistas. Nesse sentido, acredita que, ao vedar "ao administrador" praticar determinados atos em nome do FIP, a Instrução 391 tem por objetivo limitar sua discricionariedade e com isso evitar desvios em prejuízo dos cotistas.

Pensa que os cotistas possuem poderes para promover alteração da política de investimento do FIP, de forma que poderiam aprovar expressamente a prestação da garantia real pelo Fundo Brasoil, nos termos ora apresentados, em benefício dos cotistas.

Tendo em vista que as cotas do FIP Brasoil são passíveis de negociação no mercado secundário, como forma de assegurar que adquirentes de cotas tenham ciência do comprometimento de parte do patrimônio do fundo para garantia de obrigações, (i) o regulamento contempla expressamente um

quorum de aprovação de 75% das cotas para a prestação de garantia real; e (ii) eventuais transferências de cotas exigirão uma declaração expressa do adquirente, dando ciência da garantia outorgada pelo fundo.

#### Investimentos em Sociedade Estrangeira

O Fundo Brasoil realizará seus investimentos indiretamente, através de sociedade estrangeira, inclusive com a celebração de acordo de acionistas para regular a relação entre todos os investidores.

Tal estrutura possibilitaria melhorar os termos a serem negociados com o credor do empréstimo a ser obtido, em função do oferecimento de ativos em garantia que não estejam situados no Brasil, como as ações dessa sociedade estrangeira detida pelo fundo.

Entende que o investimento em sociedades estrangeiras não consistiria em aplicação de recursos no exterior, uma vez que as empresas estrangeiras intermediárias teriam como finalidade exclusiva servir de veículo para investimento no Brasil.

Defende que devemos, neste caso, guiar-nos pelo objetivo da norma, buscando a essência ao invés da forma.

Lembra que mesmo que tal aplicação fosse considerada investimento no exterior, o que não acredita estar de acordo com a sua essência, o fato do FIP Brasoil ser destinado apenas a investidores qualificados, que presumivelmente possuem melhores condições de compreender e avaliar riscos, nos termos da exposição de motivos da audiência pública da CVM nº 03/2006, mitigaria eventuais riscos que a norma pretende proteger.

Informa que as operações de câmbio de saída estariam amparadas pela regulamentação em vigor, conforme Resolução CMN nº 3.265/05:

"Art.10 As pessoas físicas e as pessoas jurídicas podem comprar e vender moeda estrangeira ou realizar transferências internacionais em reais, de qualquer natureza, sem limitação de valor, observada a legalidade da transação, tendo como base a fundamentação econômica e as responsabilidades definidas na respectiva documentação.

(...)

§ 2º As transferências financeiras relativas a aplicações no exterior por instituições autorizadas a funcionar pelo Banco Central do Brasil e por fundos de qualquer natureza devem observar as disposições do Conselho Monetário Nacional e, de acordo com as respectivas áreas de competência, a regulamentação específica do Banco Central do Brasil e da Comissão de Valores Mobiliários."

Alerta que o art. 9º do Regulamento prevê que as companhias investidas serão companhias brasileiras, ainda que tal investimento ocorra indiretamente, de forma análoga à prevista no art. 2º da Instrução 391.

Esclarece, ainda, que o fundo teria aprovação dos cotistas detentores do percentual previsto no seu Regulamento para aprovação de tal matéria, além de cláusula autorizativa expressa.

Tendo em vista que as cotas são passíveis de negociação em bolsa de valores ou mercado de balcão organizado, como forma de assegurar que potenciais adquirentes de cotas tenham ciência do investimento em companhia fechada através de sociedade estrangeira, eventuais transferências de cotas exigiriam uma declaração expressa de ciência de tal investimento pelo fundo.

#### Termo de Adesão

Referindo-se à declaração de ciência sobre as garantias outorgadas e os investimentos feitos em sociedade estrangeira, informa que, antes de cada efetiva transferência de cotas, haverá a necessidade de preenchimento de Termo de Adesão (Anexo II), que constitui condição de eficácia da negociação.

Tal termo conterá o reconhecimento expresso do cotista que ingressar no Fundo Brasoil das condições particulares presentes em seu Regulamento, bem como de eventuais investimentos feitos de acordo com tais condições particulares.

Além disso, o Termo de Adesão conterá declaração de que o cotista tomou ciência, leu com cuidado e entendeu o regulamento, que expressamente contém as previsões em tela (penhor/ investimentos através de veículos no exterior), de forma que, entende, seriam fornecidas as informações necessárias para que o investidor possa tomar uma decisão refletida de investimento, em caso de eventual transferência de cotas.

#### Nossas Considerações

No que se refere à possibilidade de ativos do Fundo Brasoil serem dados em garantia, entendemos que a prévia aprovação pela assembléia geral de cotistas mitiga a necessidade de intervenção regulatória desta Comissão.

Isto porque restaria descaracterizada a discricionariedade da instituição administradora: não pertenceria ao Administrador a decisão de utilizar os ativos como garantia, mas aos cotistas, cabendo ao Administrador somente operacionalizar a vontade dos condôminos, deliberada em assembléia geral.

Tendo em vista que, nos termos do art. 142, inciso VIII, da Lei das S/A, compete ao conselho de administração autorizar, se o estatuto não dispuser em contrário, a constituição de ônus reais e a prestação de garantias a obrigações de terceiros por parte das companhias brasileiras, parece-nos que existe um indicativo de que o art. 35, inciso III, da Instrução 391 destina-se a inibir as instituições administradoras de FIP de tomarem medidas dessa natureza sem a aprovação dos cotistas, mas não a impedir que os cotistas disponham livremente de seu patrimônio.

Já no que tange à aplicação de recursos de FIP no exterior, tendo em vista que as sociedades estrangeiras que receberiam o aporte de recursos destinam-se, exclusivamente, à realização de investimentos em companhias no Brasil, entendemos que cabe, no caso concreto, a interpretação de que não resta configurada uma inobservância ao disposto no art. 35, inciso VI, alínea (a), da Instrução 391.

Dessa forma, o Fundo Brasoil, ainda que indiretamente, estaria investindo em uma companhia brasileira, com a vantagem adicional de permitir o aporte recursos através de empréstimos e financiamentos que, por contarem com a prestação de garantias reais, poderão ser contratados a taxas mais vantajosas que àquelas praticadas em operações sem garantia.

Por fim, deve-se salientar que a participação do FIP na gestão ou no controle da companhia brasileira investida se dará através de contrato: os investidores celebrarão acordos que conterão cláusulas e termos similares aos usualmente previstos em acordos de acionistas, a serem celebrados entre os controladores indiretos das companhias investidas.

Nos termos do art. 27, § 2º, do Regulamento do fundo, os adquirentes de cotas no mercado secundário somente serão registrados como cotistas após celebrarem o Termo de Adesão (Anexo II), instrumento mediante o qual atestarão estarem cientes das particularidades do Fundo Brasoil ora abordadas.

O mecanismo de assinatura do Termo de Adesão não é adequado à negociação de valores mobiliários em bolsa de valores ou mercado de balcão organizado, na medida que não há como recolher a assinatura do adquirente de forma prévia à aquisição das cotas.

A propósito, chamamos a atenção para a iniciativa de se alterar a Instrução 391 nesse sentido, através da qual pretende-se limitar a responsabilidade do administrador de FIP à verificação da condição de investidor qualificado apenas no momento da subscrição das cotas, e não mais no momento de negociação das cotas no mercado secundário (art. 20, § 2º).

A finalidade da mudança proposta é fazer com que a responsabilidade por essa verificação passa a ser do intermediário, na medida que o administrador do fundo não faz a intermediação da transação no mercado secundário, e, portanto, não tem como verificar a qualificação do potencial investidor.

É razoável pressupor que a aquisição das cotas do FIP, cujo valor nominal unitário é de R\$ 1 milhão, será precedida pela análise de seu Regulamento pelo investidor, o que reduz a possibilidade de algum eventual adquirente de cotas no mercado secundário possa alegar o desconhecimento de suas cláusulas.

Não obstante, pensamos que (i) o produto ser destinado exclusivamente a investidores qualificados; (ii) o valor nominal das cotas ser de R\$ 1 milhão; (iii) a participação de instituição intermediária na negociação; e (iv) o mecanismo previsto no art. 27, § 2º, do Regulamento do Fundo Brasoil, acima citado, minimizam a possibilidade de ocorrerem danos ao mercado, aos investidores ou à regulação do mercado de capitais.

#### Conclusões

Diante de todo o acima exposto, fundamentados na interpretação dos incisos III e VI (a) do art. 35 da Instrução 391, entendemos ser possível aos fundos de investimento em participação:

- i. mediante disposição expressa do Regulamento, realizar investimento em sociedades estrangeiras, desde que o objetivo único e exclusivo de tais sociedades seja a realização de investimentos em companhias brasileiras; e
- ii. mediante prévia aprovação da assembléia geral de cotistas, o empenho de ativos integrantes de sua carteira, desde que tal garantia seja destinada a viabilizar a estruturação de financiamento às companhias-alvo com sede no Brasil.

Defendemos que tal entendimento, ainda que obtido a partir de um caso concreto, poderá ser aplicado às operações que possuem características análogas, haja vista decorrer da interpretação do normativo aplicável à matéria, de modo que solicitamos que o Colegiado se manifeste sobre essa tese.

Por fim, dado o exíguo prazo para o exame da matéria, sugerimos que esta GER-3 seja a relatora do presente caso na reunião do Colegiado.

Atenciosamente,

Claudio Gonçalves Maes  
Gerente de Registros - 3

Ao SGE,

De acordo com a manifestação da GER-3, solicito encaminhar o pleito à apreciação do Colegiado.

Alertamos, por oportuno, que, caso o Colegiado não concorde com a interpretação do normativo constante da presente comunicação, deve considerar o pedido de dispensa de aplicação dos dispositivos da Instrução 391 para o caso específico.

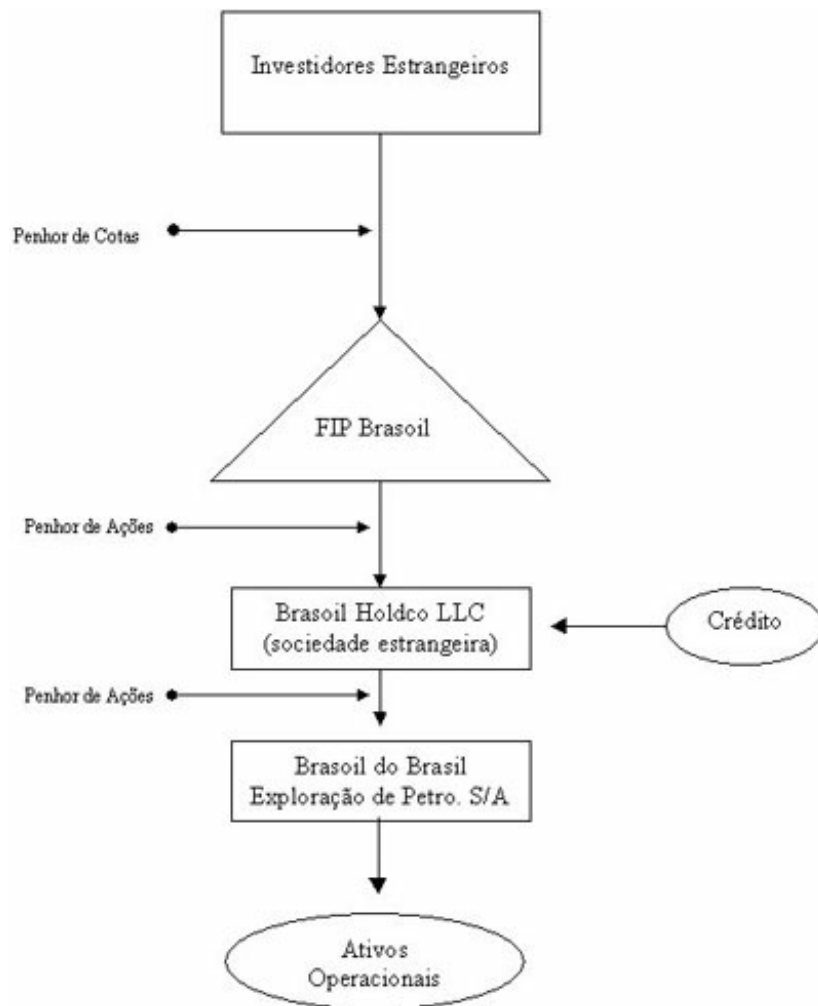
Para tanto, opinamos de maneira favorável a sua concessão.

Carlos Alberto Rebello Sobrinho

Superintendente de Registro de Valores Mobiliários

Anexo I

*Project Finance*



## Anexo II

### TERMO DE ADESÃO AO BRASOIL FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES

Pelo presente Termo de Adesão, o [INVESTIDOR], com sede em [•], inscrito no CNPJ/MF sob o nº [•], neste ato representado na forma de seus atos constitutivos ("Investidor"), abaixo assinado, adere expressamente ao BRASOIL FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES, constituído de acordo com o disposto na Instrução CVM nº. 391, de 16 de julho de 2003, conforme alterada ("Instrução CVM nº 391/03") ("Fundo"), regido pelo seu Regulamento, registrado no [•] Cartório de Registro de Títulos e Documentos de São Paulo, Estado de São Paulo, sob nº [•], em [•] de [•] de 2007, com registro sob o nº [•] ("Regulamento"), e administrado pela [ADMINISTRADORA] S.A., com sede na Cidade de [•], Estado de [•], na [•], nº [•], inscrita no CNPJ/MF sob o nº [•], neste ato representada na forma de seu Contrato Social (doravante simplesmente designada Administradora), nos seguintes termos e condições:

#### DAS DECLARAÇÕES DO INVESTIDOR

1. - O Investidor, neste ato, declara e garante ao Fundo e à Administradora que:

- (i) recebeu, neste ato, 1 (um) exemplar do Regulamento do Fundo, contendo as principais informações sobre o Fundo;
- (ii) é investidor qualificado, nos termos da Instrução CVM nº. 391/03;
- (iii) tem amplo conhecimento de todas as normas que regem o funcionamento do Fundo, assim como todas as informações necessárias à decisão de efetivar a subscrição das Cotas formalizada através do Boletim de Subscrição;
- (iv) reconhece e afirma ter lido, entendido e concordado integralmente com todos os termos e condições do Regulamento, bem como com todos os riscos e incertezas envolvidas na aplicação de recursos no Fundo;
- (v) está devidamente constituído e em funcionamento de acordo com a legislação e regulamentação aplicável, estando devidamente autorizado a operar;
- (vi) está devidamente autorizado e obteve todas as licenças e autorizações necessárias à celebração deste Termo de Adesão, à assunção e cumprimento das obrigações dele decorrentes, tendo sido satisfeitos todos os requisitos contratuais, legais e estatutários necessários para tanto;
- (vii) os representantes legais que assinam este Termo de Adesão têm poderes estatutários e/ou estão legitimamente outorgados para assumir em nome do Investidor as obrigações estabelecidas neste Termo de Adesão;
- (viii) a celebração deste Termo de Adesão e a assunção e o cumprimento das obrigações dele decorrentes não acarretam, direta ou indiretamente, o descumprimento, total ou parcial, de (a) quaisquer contratos, de qualquer natureza, firmados anteriormente à data da assinatura deste Termo de Adesão, dos quais o Investidor seja parte ou aos quais esteja vinculado; (b) qualquer norma legal ou regulamentar a que o Investidor ou qualquer dos bens de sua propriedade estejam sujeitos; e (c) qualquer ordem, decisão, ainda que liminar, judicial ou administrativa que afete o Investidor ou qualquer dos bens de sua propriedade;
- (ix) está ciente de todos os ativos do Fundo vinculados a obrigações financeiras na forma de garantias reais, conforme disposto no Regulamento;

(x) está ciente de todos os investimentos feitos pelo Fundo, nos termos de seu Regulamento, em Sociedades Estrangeiras; e

(x) sua situação econômica, financeira e patrimonial, refletida nas demonstrações financeiras exigíveis pela legislação societária e/ou pelas normas regulamentares a que esteja sujeita até a data em que esta declaração é feita ou reafirmada, não sofreu qualquer alteração significativa que possa afetar de maneira negativa o cumprimento das suas obrigações decorrentes deste Termo de Adesão.

São Paulo, [• ] de [• ] de 2007

[INVESTIDOR]

1. \_\_\_\_\_

2. \_\_\_\_\_

Por:

Por:

Cargo:

Cargo:

[ADMINISTRADORA] S.A.

1. \_\_\_\_\_

2. \_\_\_\_\_

Por:

Por:

Cargo:

Cargo:

TESTEMUNHAS:

\_\_\_\_\_

Nome:

CPF:

\_\_\_\_\_

Nome:

CPF: