

Assunto: Perdido de registro de oferta pública de distribuição da 2ª série de CRI da 3ª emissão de Pátria Companhia Securitizadora de Créditos Imobiliários, com dispensa de requisitos – Processo CVM RJ-2009-6814

Senhor Superintendente-Geral,

Trata-se de pedido de registro de oferta pública de distribuição da 2ª série de certificados de recebíveis imobiliários (CRI Série II) da 3ª emissão de Pátria Companhia Securitizadora de Créditos Imobiliários, nos termos do art. 7º da Instrução CVM nº 414/04, com dispensa de requisitos, nos termos do art. 4º da instrução CVM nº 400/03, formulado pela própria Securitizadora.

Especificamente, requer a Securitizadora a dispensa dos seguintes requisitos: (i) publicação do Anúncio de Distribuição e Encerramento em periódico, conforme exigido pelo parágrafo único do art. 29 da Instrução CVM 400; e (ii) observação do limite máximo de 20% por devedor dos créditos imobiliários que lastreiam a presente emissão de CRI, conforme previsto no art. 5º da Instrução CVM 414.

-

Características da Operação

A oferta prevê a distribuição de 10 CRI Série II, com valor nominal unitário de R\$ 300.133,63, na data de sua emissão (26/6/2009), perfazendo o valor total de R\$ 3.001.336,30, naquela data, os quais foram registrados para negociação secundária na CETIP.

O valor dos CRI Série II será atualizado anualmente a partir da data de sua emissão, pela variação acumulada do IPCA/IBGE, e terá uma remuneração efetiva correspondente a 9,25% ao ano.

Os CRI Série II serão amortizados em 15 parcelas anuais, a partir de 20/4/2010, e têm vencimento previsto para 2/4/2024.

Os créditos imobiliários que lastreiam os CRI Série II são oriundos de contrato de aluguel de imóvel, firmado entre a Avenida Angélica Investimentos Imobiliários e Participações S.A. (Angélica), na condição de locadora, e o Hospital Infantil Sabará S.A. (Hospital Sabará ou Sabará), na condição de locatário.

O contrato, firmado em 26/6/2008, prevê o pagamento anual de R\$ 6.584.646,00, e tem vencimento previsto para 30/9/2024.

Até o presente momento, a Angélica emitiu 3 cédulas de crédito imobiliários (CCI), representativas das seguintes frações dos créditos que detém contra o Hospital Sabará, respectivamente: CCI Fracionária I – 63,19%; CCI Fracionária II – 6,13% (lastro da presente emissão); e CCI Fracionária III – 10,47%.

As referidas CCI foram cedidas à Securitizadora, e serviram, cada uma, de lastro para a emissão de 3 séries distintas de CRI: CRI Série I, CRI Série II (presente emissão) e CRI Série III, todas contando com instituição de regime fiduciário.

Os CRI Série I e CRI Série III foram objetos de ofertas públicas de distribuição com esforços restritos, nos termos da Instrução CVM nº 476/09.

Já a presente oferta de CRI Série II seguirá o rito da Instrução CVM 400, em função de a Securitizadora ter observado potenciais investidores qualificados, nos termos do inciso IV do art. 109 da Instrução CVM nº 409/04, considerados “estratégicos”, interessados a subscrever os CRI em montante abaixo de R\$ 1 milhão, o que é vedado pelo inciso II do art. 4º da Instrução CVM 476.

Os referidos dispositivos preveem:

- inciso IV do art. 109 da Instrução CVM 409:

“Art. 109. (...) são considerados investidores qualificados: (...) IV – pessoas físicas ou jurídicas que possuam investimentos financeiros em valor superior a R\$ 300.000,00 (trezentos mil reais) e que, adicionalmente, atestem por escrito sua condição de investidor qualificado mediante termo próprio, de acordo com o Anexo I”

- inciso II do art. 4º da Instrução CVM 476:

“Art. 4º. Para os fins desta Instrução, consideram-se investidores qualificados, os referidos no art. 109 da Instrução CVM nº 409, de 18 de agosto de 2004, observado que: (...) II – as pessoas naturais e jurídicas mencionadas no inciso IV do art. 109 da Instrução CVM nº 409, de 2004, deverão subscrever ou adquirir, no âmbito da oferta, valores mobiliários no montante mínimo de R\$1.000.000,00 (um milhão de reais).”

Ressaltamos que, por suas características, a presente oferta de CRI Série II está dispensada de: (i) intermediação de instituição do sistema de distribuição de valores mobiliários, nos termos do art. 9º da Instrução CVM 414; e (ii) relatório de agência classificadora de risco atribuído ao CRI, conforme faculdade prevista no § 6º do art. 7º da Instrução CVM 414.

Destacamos, ainda, que o Hospital Sabará, único devedor dos créditos imobiliários que lastreiam os CRI Série I, CRI Série II e CRI Série III,

encontra-se em processo de transformação em instituição de assistência social, sem fins lucrativos, a ser organizada sob a forma de fundação de direito privado, sob a denominação de Hospital Infantil Sabará.

Não obstante o referido processo de transformação ainda se encontrar em curso, o presente Memo se referirá ao Hospital Sabará como se tal processo já tivesse sido concluído.

Histórico do Processo

Em 21/7/2009, a Securitizadora protocolou o pedido de registro da oferta pública de distribuição dos CRI Série II, cumulado com as dispensas de elaboração de prospecto e de publicação de anúncios de início e de encerramento.

Em 20/8/2009, encaminhamos o OFÍCIO/CVM/SRE/SEP/Nº 34/2009, com exigências, entre as quais solicitávamos:

“Item 1.3.3 [do Termos de Securitização] Aprimorar redação, de modo a vedar a negociação dos CRI nos mercados de bolsa ou balcão organizado, sem que estes sejam submetidos a registro de negociação ou à sua dispensa, nos termos do art. 21, incisos I e II, da Lei nº 6385/76 e do § 2º do 2º da Instrução CVM 400, mediante apresentação de prospecto nos termos da mesma Instrução CVM 400, em linha com a decisão do Colegiado da CVM datada de 2/6/2009”; e

“(…) encaminhar minutas do Aviso ao Mercado, se houver, dos anúncios de início e de distribuição, nos termos dos anexos IV e V da Instrução CVM 400, os quais deverão ser disponibilizados no sistema IPE da CVM e no site da securitizadora, de modo a dar a devida publicidade à oferta em tela, em linha com a decisão do Colegiado da CVM supramencionada. Alternativamente poderá ser disponibilizado Anúncio de Distribuição e Encerramento, nos termos apresentados no parágrafo único do art. 29 da Instrução CVM 400”

Em 16/10/2009, a Securitizadora protocolou expediente na CVM, em resposta ao OFÍCIO/CVM/SRE/SEP/Nº 34/2009, por meio do qual apresentava o prospecto para oferta dos CRI Série II, anteriormente objeto de pedido de dispensa.

Desse modo, o referido expediente retificava o seu pleito original, quanto à dispensa de elaboração de prospecto. Ao mesmo tempo, solicitava nova dispensa de requisito, a de observação do limite máximo de 20% por devedor dos créditos imobiliários que lastreiam a presente emissão de CRI, conforme previsto no art. 5º da Instrução CVM 414, em função de o seu único devedor, o Hospital Sabará “estar em fase de alteração, deixando de ser empresa para se tornar associação civil sem fins lucrativos”.

Em 19/11/2009, encaminhamos o OFÍCIO/CVM/SRE/GER-1/Nº 1475/2009, reiterando as exigências constantes do Ofício 34/2009 supra não satisfeitas, bem como formulando exigências a serem cumpridas no prospecto apresentado.

Em 25/11 e 15/12/2009, a Securitizadora protocolou expedientes em atendimento ao Ofício 1475/2009 supramencionado, por meio dos quais, apresentou, ainda, minuta de anúncio de distribuição e encerramento, que será disponibilizado no seu site e no sistema IPE da CVM, a fim de dar publicidade à Oferta, caso o Colegiado da CVM delibere favoravelmente ao presente pleito.

Em 22/12/2009, esta SRE/GER-1, por meio do MEMO/SRE/GER-1/Nº 256/2009, submeteu o presente caso ao Colegiado da CVM, que decidiu pela retirada do tema da pauta daquele dia, uma vez que do Memo não constava a manifestação da Procuradoria Federal Especializada - PFE da CVM.

Em 22/12/2009, esta SRE/GER-1 encaminhou à PFE o MEMO/SRE/GER-1/ Nº 257/2009, por meio do qual a consultava sobre os seguintes pontos, entre outros aspectos que a PFE julgasse pertinentes:

(i) as possíveis razões e implicações jurídicas para que o inciso III do § 1º do art. 5º da Instrução CVM 414 limite sua aplicação apenas às sociedades empresariais;

(ii) os diferentes tratamentos jurídicos que devem ser dados para as diferentes instituições, as associações civis, como o Hospital Sabará, e as sociedades empresariais, em casos de eventual inadimplência, execução ou processo falimentar das referidas sociedades, por exemplo;

(iii) a possibilidade da manutenção da presente estrutura de CRI Série II, que apresenta o Hospital Sabará como único devedor dos credítórios imobiliários; e

(iv) os riscos adicionais possivelmente presentes nessa equiparação.”>

Em 12/1/2010, a PFE encaminhou o MEMO/PFE-CVM/GJU-2/Nº 11/2010, acompanhado dos despachos assinados por José Eduardo Guimarães Barros, Subprocurador-Chefe – GJU-2, e por Julya Souto Mayor Wellisch, Procuradora Chefe da CVM em exercício, cujo teor se encontra transcrito na seção “MANIFESTAÇÃO DA PFE” abaixo.

ALEGAÇÕES DA SECURITIZADORA

Visando o sucesso de seu pleito, a Securitizadora alega que o caput do art. 4º da Instrução CVM 400 prevê a possibilidade de dispensa de requisitos de oferta pública de distribuição de valores mobiliários, observando “o interesse público, e a adequada informação e proteção ao investidor”.

Acrescenta que o § 1º do referido dispositivo prevê que a CVM observará, ainda, as condições da oferta, entre as quais a Securitizadora destaca os incisos II e VII, respectivamente: “II - o valor unitário dos valores mobiliários ofertados ou o valor total da oferta; e VII - ser dirigida exclusivamente a investidores qualificados”.

Nesse sentido, a Securitizadora ressalta que a presente oferta “tem valor reduzido, especialmente se comparada com a Oferta Restrita dos CRIs Série I”, cujo montante foi de aproximadamente R\$ 35,7 milhões, bem como “é destinada exclusivamente para investidores qualificados nos termos do artigo 109 da Instrução CVM 409”.

Assim, argumenta pela dispensa de publicação dos anúncios de início e de encerramento, bem como do anúncio de distribuição e encerramento, conforme faculdade prevista no parágrafo único do art. 29 da Instrução CVM 400, tendo em vista os custos da referida publicação em periódico, “que se mostram desproporcionais com o volume da própria Oferta”, e o fato de os investidores qualificados entenderem os riscos da oferta.

A Securitizadora ainda destaca a seguinte manifestação desta SRE/GER-1, no âmbito do Processo CVM RJ-2009-1676, em que o Colegiado da CVM deliberou, em 2/6/2009, pela dispensa de publicação dos referidos anúncios, nos seguintes termos:

“Por fim, salientamos que, conforme as decisões do Colegiado da CVM supracitadas, datadas de 11/3/2008 e de 12/8/2008, a concessão de dispensa em tela deve ser condicionada à disponibilização de Anúncio de Distribuição e Encerramento, nos termos apresentados no parágrafo único do art. 29 da Instrução CVM 400, no site da securitizadora e no sistema IPE da CVM, de modo a dar a devida publicidade à oferta em tela.”

Argumenta haver precedentes de pedidos análogos de dispensa de publicação de Anúncio de Início e de Anúncio de Encerramento, em que o Colegiado da CVM deliberou conceder tais dispensas no âmbito dos Processos CVM RJ-2008-6136, RJ-2008-1044 e RJ-2008-346, os quais destacamos na seção “NOSSAS CONSIDERAÇÕES” abaixo.

Quanto ao pleito para que o Hospital Sabará seja o único devedor dos créditos que lastreia os CRI Série II, a Securitizadora alega o que segue:

“(…) durante os trabalhos, visando o cumprimento das exigências do Ofício OFÍCIO/CVM/SRE/SEP/Nº 34/2009, descobriu que o Sabará encontrava-se em processo de transformação de sua natureza jurídica.

(…) a transformação consiste em uma mutação do tipo jurídico “sociedade por ações” para uma instituição de assistência social, sem fins lucrativos, organizada sob a forma de fundação de direito privado (...). Tal transformação foi devidamente aprovada por despacho do Ministério Público do Estado de São Paulo, expedido em 26 de agosto de 2009. (...) as fundações ficam sujeitas à fiscalização do Ministério Público do Estado de sua jurisdição, nos termos do artigo 66 do Código Civil Brasileiro.”

Salienta que “tal transformação não importa na liquidação do Sabará, mas na transformação de sua natureza jurídica. É o que se pode depreender do artigo 220 da Lei 6.404/76, que assim dispõe:

“Art. 220. A transformação é a operação pela qual a sociedade passa, independentemente de dissolução e liquidação, de um tipo para outro.

Parágrafo único. A transformação obedecerá aos preceitos que regulam a constituição e o registro do tipo a ser adotado pela sociedade.”

Menciona que os arts. 221 e 222 da Lei 6.404/76 estabelecem requisitos adicionais para a transformação de uma sociedade, nos termos abaixo, os quais são devidamente observados no presente caso:

“Art. 221. A transformação exige o consentimento unânime dos sócios ou acionistas (...).”

“Art. 222. A transformação não prejudicará, em caso algum, os direitos dos credores, que continuarão até o pagamento integral de seus créditos, com as mesmas garantias que o tipo anterior de sociedade lhes oferecia”.

Acrescenta que as fundações não estão sujeitas ao regime falimentar estatuído pela Lei 11.101/05^[1], e que, “consoante previsto no artigo 786 do Código de Processo Civil (CPC), aplicam-se às fundações as regras da insolvência civil”.

Alega que “a insolvência civil revela-se um processo equivalente ao da falência para o devedor não comerciante que deixa de ter, em sua esfera de responsabilidade patrimonial, bens suficientes para responder por suas dívidas (artigo 748 do CPC) ou que age de forma a demonstrar a seus credores fortes indícios de desequilíbrio patrimonial (artigo 750 do CPC).”

A Securitizadora destaca o disposto no inciso III do § 1º do art. 5º da Instrução CVM 414, que prevê a possibilidade de se exceder o percentual de 20% por devedor ou coobrigado dos créditos imobiliários que lastreiam a emissão de CRI, no caso de este ser uma “sociedade empresarial que tenha suas demonstrações financeiras relativas ao exercício social imediatamente anterior à data de emissão do CRI elaboradas em conformidade com o disposto na Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, e auditadas por auditor independente registrado na CVM (...)”, e argumenta que, “até sua transformação em uma fundação, o Sabará cumpria tal requisito”.

Assim, a Securitizadora argumenta que o presente pleito de dispensa encontra fundamento legal para ser concedido, considerando que:

“(i) a transformação do Sabará em fundação atendeu aos requisitos formais exigidos para tanto, dada a sua aprovação unânime na AGE e o atendimento quanto aos ritos de constituição pro escritura pública estabelecidos no Código Civil Brasileiro;

(ii) a transformação não implicou liquidação do Sabará, que foi sucedido pela fundação em todos os seus direitos (e créditos) e obrigações, especialmente os direitos relativos ao Contrato de Locação e Garantias acessórias, conforme acima indicado;

(iii) em caso de inadimplemento do Sabará, como fundação, de suas obrigações no âmbito do Contrato de Locação, especialmente em caso de insolvência do Sabará, ficarão os credores (Angélica e Pátria Securitizadora) intitulado a cobrar seus créditos de acordo com rito muito semelhante ao aplicável às sociedades empresárias;

(iv) conforme acima mencionado, a fundação é submetida a um controle e fiscalização pelo Ministério Público Estadual. Adicionalmente, a AGE, que aprovou o Estatuto Social da fundação, manteve a obrigação de as demonstrações financeiras serem auditadas por auditor independente. Assim, sob o ponto de vista de controle e auditoria de suas contas, entendemos que uma fundação está obrigada a um nível ainda maior de transparência, em benefício dos investidores dos CRI Série II.”

Por fim, a Securitizadora menciona “decisão recente do Colegiado desta CVM, relativa à superação do limite de concentração por devedor de créditos detidos por um fundo de investimento em direitos creditórios^[2] em, que figurava como devedor uma associação civil. Trata-se da Ata da Reunião do Colegiado nº 39 de 7 de outubro de 2008 que julgou o pedido de dispensa de requisitos de funcionamento do FIDC SETRANSP (Processo RJ2008/7080, Reg. nº 6226/08) favoravelmente à aquisição pelo FIDC de ‘direitos creditórios de devedor que represente mais de 20% do seu patrimônio líquido’”, salientando que, à época, esta área técnica manifestou-se favoravelmente ao pleito, considerando:

- “(i) que o SETRANSP possuía demonstrações financeiras relativas ao último exercício social devidamente auditadas por auditor independente registrado na CVM; e
- (ii) o parecer emitido pela PFE da CVM, em especial quanto ao fato de o risco de inadimplemento por parte do SETRANSP não ser diferente daquele das sociedades, ainda que as regras para tais casos não sejam as mesmas.”

-

MANIFESTAÇÃO DA PFE

Em resposta à consulta formulada por esta SRE/GER-1, a Procuradoria Federal Especializada manifestou-se, desaconselhando a excepcionalidade da norma prevista no art. 5º da Instrução CVM 414 ao presente caso, nos seguintes termos, constantes do MEMO/PFE-CVM/GJU-2/Nº 11/2010:

“A finalidade da norma parece-nos clara, qual seja, reduzir os riscos dos adquirentes [dos CRI], haja vista que a concentração em um único devedor aumenta a possibilidade de inadimplemento, comprometendo o lastro da operação – no caso, os créditos imobiliários de origem idêntica.

No que se refere à distinção entre falência e insolvência civil, na hipótese de o patrimônio do devedor ser inferior à totalidade de suas dívidas, a execução se dará por concurso de credores (execução concursal). Sendo o devedor uma sociedade empresária, esse processo será o da falência, disciplinado pela lei 11.101/05; em se tratando de sociedade simples, será o da insolvência civil, previsto no Código de Processo Civil, art. 748 e seguintes.

O regime falimentar possui princípios e particularidades próprias, tratando o devedor empresário com mais privilégios jurídicos que a legislação processual civil em relação ao demais insolventes.

Regido pelos princípios da viabilidade da empresa em crise e da conservação da atividade empresarial viável, decorrentes da importância das atividades de produção e circulação de bens e serviços no mercado e em toda a sociedade, o direito falimentar prevê a possibilidade de recuperação judicial e extrajudicial. “medidas que possibilitam ao devedor empresário a oportunidade de se reorganizar para cumprir, em parte que seja, suas obrigações. Na recuperação judicial ou na homologação judicial da recuperação extrajudicial, todos os credores se submetem ao plano aprovado pela maioria, em função do qual pode-se, por exemplo, estabelecer a remissão parcial de dívidas ou a prorrogação dos prazos de pagamento.(...) O devedor que não explora empresarialmente nenhuma atividade econômica não goza de favor legal semelhante, já que a suspensão da execução concursal de seu patrimônio está condicionada à anuência de todos os credores (CPC, art 783).” ^[3]

Verifica-se, portanto, que a lei de falências procura criar diversos mecanismos que permitam à sociedade empresária a preservação da empresa, com destaque para a recuperação judicial e extrajudicial (capítulos III e VI da Lei de Falências), em que será possível, v.g., a criação de uma assembléia geral de credores. A assembléia, a teor do artigo 35 da Lei de Falências, poderá deliberar sobre a aprovação, rejeição ou modificação do plano de recuperação judicial apresentado pelo devedor, bem como a constituição do Comitê de Credores, a escolha de seus membros e sua substituição, dentre outras matérias.

Outrossim, conforme art. 50 de Lei, Art. 50, ‘constituem meios de recuperação judicial, observada a legislação pertinente a cada caso, dentre outros:

I - concessão de prazos e condições especiais para pagamento das obrigações vencidas ou vincendas;

II - cisão, incorporação, fusão ou transformação de sociedade, constituição de subsidiária integral, ou cessão de cotas ou ações, respeitados os direitos dos sócios, nos termos da legislação vigente;

III - alteração do controle societário;

IV - substituição total ou parcial dos administradores do devedor ou modificação de seus órgãos administrativos;

V - concessão aos credores de direito de eleição em separado de administradores e de poder de veto em relação às matérias que o plano especificar;

VI - aumento de capital social;

VII - trespasse ou arrendamento de estabelecimento, inclusive à sociedade constituída pelos próprios empregados;

VIII - redução salarial, compensação de horários e redução da jornada, mediante acordo ou convenção coletiva;

IX - dação em pagamento ou novação de dívidas do passivo, com ou sem constituição de garantia própria ou de terceiro;

X - constituição de sociedade de credores;

XI - venda parcial dos bens;

XII - equalização de encargos financeiros relativos a débitos de qualquer natureza, tendo como termo inicial a data da distribuição do pedido de recuperação judicial, aplicando-se inclusive aos contratos de crédito rural, sem prejuízo do disposto em legislação específica;

XIII - usufruto da empresa;

XIV - administração compartilhada;

XV - emissão de valores mobiliários;

XVI - constituição de sociedade de propósito específico para adjudicar, em pagamento dos créditos, os ativos do devedor'.

Dessa forma, a lei falimentar procura, ao máximo, a recuperação do empresário, sendo que a falência somente será decretada após esgotadas as possibilidades de recuperação, com a participação ativa de todos os credores no processo.

Já na insolvência civil, s.m.j, a possibilidade de inadimplemento total das obrigações com a extinção da sociedade parece-nos mais acentuada, visto que, uma vez liquidada a massa sem que tenha sido efetuado o pagamento integral de todos os credores, embora o devedor insolvente continue obrigado pelo saldo, não há muito a fazer, salvo aguardar pela extinção das obrigações inadimplidas pela prescrição. De fato, a teor do artigo 758 do Código de Processo Civil, serão consideradas extintas todas as obrigações do insolvente civil, decorrido o prazo de 5 (cinco) anos, contados da data do encerramento do processo de insolvência (artigos 774 e seguintes do CPC).

Conclui-se, portanto, que ao restringir a possibilidade de elevação da concentração de créditos às sociedades empresárias, a Instrução 414/2004 visa, exatamente, àquela finalidade de reduzir o risco de inadimplemento, na consideração de que a lei falimentar, de fato, favorece o empresário, criando mecanismos mais amplos de recuperação do devedor.

Por derradeiro, registramos que o presente caso não guarda paralelo exato com a decisão do Colegiado relativa à superação do limite de concentração por devedor de direitos creditórios detidos por um FIDC, em que figurava como devedor uma associação civil, o SETRANSP (vide Ata da Reunião do Colegiado n.º 39, de 07 de outubro de 2008).

O caso foi objeto de análise no MEMO/PFE-CVM/GJU-2/N.º 673/2008 [cuja teor se encontra transcrito na seção "NOSSAS CONSIDERAÇÕES", abaixo], em que os créditos que serviriam de lastro para o FIDC seriam decorrentes da prestação de serviço público de transporte, ou seja, o fluxo de caixa de valores pagos pelos usuários por aquele serviço.

Na ocasião, esta PFE entendeu que "em relação aos riscos advindos da eventual dispensa, no caso concreto, é mister notar que, muito embora se afirme que o serviço prestado (pelas credoras/concessionárias) é pago antecipadamente pelos usuários – o que afastaria o risco de inadimplemento -, e que como o SETRANSP é mero instrumento administrativo para se fazer chegar os valores às concessionárias, **fica claro da análise dos fatos que consta como devedora a SETRANSP. Assim, riscos haverá, em nosso juízo, de inadimplemento por parte da SETRANSP, ainda que tal não ocorra por força do inadimplemento dos usuários ou mesmo por problemas com a prestação dos serviços pelas concessionárias**". (Grifamos).

Entretanto, a Procuradoria manifestou entendimento de que, devido à pluralidade de devedores de fato (embora houvesse um único devedor de direito, a SETRANSP), **restariam minimizados os riscos da operação**.

Outrossim, havia manifestação da então requerente, em especial em razão da Deliberação nº 062, de 2008, da Câmara Deliberativa de Transportes Coletivos da Região Metropolitana de Goiânia, que pretendia assegurar, no caso de alteração do gestor do sistema de bilhetagem, a continuidade do FIDC em questão.

Nenhuma das duas situações (pluralidade de devedores de fato e garantia do poder concedente) se encontra presente na hipótese, o que, aliado às demais razões espostas no presente MEMO, desaconselharia que a norma do artigo 5º, da Instrução CVM 414/2004 fosse excepcionada.

Vale ressaltar que quaisquer exceções casuísticas aos normativos desta CVM deverão se dar de forma justificada, pena de ferimento ao princípio da isonomia.

A despeito das razões apontadas, parece-nos que a matéria deverá ser submetida à análise do Colegiado desta Autarquia, que poderá excepcionar fundamentadamente a norma ou alterá-la, no exercício de sua competência regulatória."

Já, o despacho ao MEMO/PFE-CVM/GJU-2/Nº 11/2010, assinado por José Eduardo Guimarães Bastos, Subprocurador-Chefe – GJU-2, e por Julya Souto Mayor Wellisch, Procuradora Chefe da CVM em exercício, dispõe:

"Concordo, no essencial, com a manifestação da i. Procuradora Federal (...)

Acrescento, tão somente, em relação ao regime jurídico do devedor no CRI em questão, que, sendo uma fundação, a mesma contará com a fiscalização do Ministério Público, conforme prevê o art. 66 do Código Civil:

'Art. 66. Velará pelas fundações o Ministério Público do Estado onde situadas.'

Outrossim, no caso em questão, parece-nos que a própria natureza adotada permite prever uma estabilidade da instituição, haja vista a inexistência de sócios e as limitações à alteração de seu estatuto, previstas nos arts. 67 e 68 do Código Civil:

'Art. 67. Para que se possa alterar o estatuto da fundação é mister que a reforma:

I - seja deliberada por dois terços dos competentes para gerir e representar a fundação;

II - não contrarie ou desvirtue o fim desta;

III - seja aprovada pelo órgão do Ministério Público, e, caso este a denegue, poderá o juiz supri-la, a requerimento do interessado.

Art. 68. Quando a alteração não houver sido aprovada por votação unânime, os administradores da fundação, ao submeterem o estatuto ao órgão do Ministério Público, requererão que se dê ciência à minoria vencida para impugná-la, se quiser, em dez dias.'

Dessa forma, e à luz também de tais informações, entendemos caber ao Colegiado da CVM a análise do pleito, para excepcionalizar a vedação imposta na Instrução CVM nº 414, sendo certo que, de toda forma, a decisão deverá se dar motivada, e todas as circunstâncias presentes deverão constar dos documentos relativos aos valores mobiliários em questão, atendendo, assim, ao princípio do full disclosure."

NOSSAS CONSIDERAÇÕES

Preliminarmente, destacamos que o art. 4º da Instrução CVM 400, que prevê a possibilidade de dispensa de requisitos nas ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários, conforme mencionado pela Securitizadora, na seção "ALEGAÇÕES DA SECURITIZADORA" acima, dispõe, em seu § 4º:

"§4º Na hipótese de dispensa de requisitos de registro com base no inciso VII do § 1º, deverá ser, adicionalmente, observado o seguinte:

I - o ofertante apresentará à CVM, juntamente com o pedido fundamentado mencionado no § 2º deste artigo, modelo de declaração a ser firmado pelos subscritores ou adquirentes, conforme o caso, da qual deverá constar, obrigatoriamente, que:

a) têm conhecimento e experiência em finanças e negócios suficientes para avaliar os riscos e o conteúdo da oferta e que são capazes de assumir tais riscos;

b) tiveram amplo acesso às informações que julgaram necessárias e suficientes para a decisão de investimento, notadamente aquelas normalmente fornecidas no Prospecto; e

c) têm conhecimento de que se trata de hipótese de dispensa de registro ou de requisitos, conforme o caso, e se comprometem a cumprir o disposto no inciso III deste parágrafo.

II - todos os subscritores ou adquirentes dos valores mobiliários ofertados firmarão as declarações indicadas no inciso I deste parágrafo, as quais deverão ser inseridas nos boletins de subscrição ou recibos de aquisição;

III - o investidor qualificado que tenha subscrito ou adquirido valores mobiliários com base na dispensa do inciso VII, do § 1º do art. 4º [ser dirigida exclusivamente a investidores qualificados] e pretenda vender os valores mobiliários adquiridos ou subscritos a investidor não qualificado antes de completados 18 (dezoito) meses do encerramento da distribuição somente poderá fazê-lo se for previamente obtido o registro de negociação em mercado, a que se refere o art. 21 da Lei nº 6.385, de 1976, salvo se os valores mobiliários adquiridos se enquadrarem nas hipóteses do § 1º do art. 2º desta Instrução."

Como mencionado na seção "CARACTERÍSTICAS DA OFERTA" acima, os CRI Série II preveem registro para negociação secundária na CETIP, de modo que, caso o Colegiado da CVM delibere favoravelmente ao presente pleito da Securitizadora, o inciso III do § 4º do art. 4º da Instrução CVM 400, acima destacado, já se encontra satisfeito, motivo pelo qual não se observará o disposto na alínea c) do inciso I do § 4º do art. 4º da Instrução CVM 400, também destacado acima.

Por outro lado, a Securitizadora encaminhou minuta de boletim de subscrição, em que é observado o disposto nas alíneas a) e b) do inciso I e no inciso II, ambos do § 4º do art. 4º da Instrução CVM 400.

Quanto ao pleito para que o Hospital Sabará seja o único devedor dos créditos imobiliários que lastreiam a emissão dos CRI Série II, destacamos o disposto no art. 5º da Instrução CVM 414, nos seguintes termos:

"Art. 5º Os créditos imobiliários que lastreiam a emissão de CRI deverão obedecer o limite máximo de 20% (vinte por cento), por devedor ou coobrigado.

§1º O percentual previsto no caput poderá ser excedido quando o devedor ou coobrigado:

I – tenha registro de companhia aberta;

II – seja instituição financeira ou equiparada; ou

III – seja sociedade empresarial que tenha suas demonstrações financeiras relativas ao exercício social imediatamente anterior à data de emissão do CRI elaboradas em conformidade com o disposto na Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, e auditadas por auditor independente registrado na CVM, ressalvado o

disposto no §4º deste artigo.

§2º Na hipótese do inciso III do §1º, as demonstrações financeiras do devedor ou coobrigado, e o respectivo parecer do auditor independente, deverão ser arquivados na CVM pela companhia securitizadora, devendo ser atualizadas anualmente:

I – até a data de vencimento dos CRI; ou

II – até o exercício em que os créditos de responsabilidade do devedor ou do coobrigado deixarem de representar mais de 20% (vinte por cento) dos créditos imobiliários que servem de lastro para os CRI.”

Ademais, ressaltamos não ter havido caso precedente, submetido ao Colegiado da CVM, em que os créditos imobiliários que lastreiam uma emissão de CRI tenham ultrapassado o limite de 20% por uma organização de mesma natureza jurídica do Hospital Sabará.

Não obstante, destacamos o caso do FIDC – SETRANSP (Processo RJ-2008-7080), o único que mais se aproxima do presente, nos seguintes termos da decisão do Colegiado da CVM, datada de 7/10/2009.

“Trata-se de requerimento da Intrag DTVM Ltda., na qualidade de administradora do FIDC – SETRANSP, do registro de funcionamento e de oferta pública de distribuição de cotas de emissão do Fundo, com dispensa de requisito. Tal dispensa se refere à necessidade de o Fundo poder adquirir direitos creditórios de devedor que represente mais de 20% do seu patrimônio líquido apenas em casos específicos, como o de o devedor ser uma sociedade empresarial que tenha suas demonstrações financeiras elaboradas em conformidade com a Lei nº 6.404/76, e a regulamentação editada pela CVM, e auditadas por auditor independente registrado na CVM, nos termos do inciso III do § 1º do art. 40-A da Instrução 356/01.

A área técnica manifestou-se favoravelmente ao pleito, considerando:

(i) que o SETRANSP possui demonstrações financeiras relativas ao último exercício social devidamente auditadas por auditor independente registrado na CVM;

(ii) o parecer emitido pela PFE da CVM, em especial quanto ao fato de: (a) o risco de inadimplemento por parte do SETRANSP não ser diferente daquele das sociedades, ainda que as regras para tais casos não sejam as mesmas; e (b) o poder concedente assegurar a continuidade do Fundo, no caso de alteração do gestor do sistema de bilhetagem;

(iii) a manifestação do requerente quanto às influências de eventual insolvência do SETRANSP;

(iv) que a seção "Fatores de Risco", constante do regulamento e do prospecto, contempla características particulares referentes à estrutura do Fundo, dentre as quais se destacou: (a) a possibilidade de substituição do SETRANSP por outro gestor de cobrança e arrecadação de sistema de bilhetagem eletrônica; (b) a concentração dos direitos creditórios em um único devedor; e

(v) que deverão ser incluídos na seção "Fatores de Risco" do regulamento e do prospecto, os riscos referentes à insolvência do SETRANSP, nos termos apresentados pela administradora.

O Colegiado, com base nos argumentos expostos pela área técnica no Memo/SRE/GER-1/229/08, deliberou conceder a dispensa pleiteada.

No caso do FIDC - SETRANSP, a limitação decorria do disposto no art. 40-A da Instrução CVM 356, cuja redação se assemelha à do art. 5º da Instrução CVM 414.

Tratava-se de um FIDC fechado, cujo patrimônio inicial perfazia montante superior a R\$ 135.000.000,00, e que se destinava a adquirir direitos creditórios de titularidade das empresas concessionárias prestadoras de serviços de transporte coletivo urbano de passageiros da região metropolitana de Goiânia.

Tais empresas concessionárias eram afiliadas ao Sindicato das Empresas de Transporte Coletivo Urbano de Passageiros de Goiânia (SETRANSP), representante da categoria econômica das concessionárias, como sindicato.

O SETRANSP era o gestor do sistema de cobrança e arrecadação das receitas do serviço, por meio do sistema de bilhetagem eletrônica denominado SIT-PASS, sendo o responsável por toda a arrecadação das receitas do serviço de transporte urbano, que é repassada às concessionárias em conformidade com faturas diárias geradas de forma automática, em cada ônibus, após a coleta eletrônica de dados referentes à prestação do serviço.

Como consequência de tal estrutura de arrecadação, as concessionárias detinham, e viriam a deter direitos creditórios representados pelas faturas diárias de serviços, sacados contra o único devedor, o SETRANSP. Tais direitos creditórios eram cedidos ao Fundo.

À época, os “argumentos expostos pela área técnica no Memo/SRE/GER-1/229/08” contaram com a seguinte manifestação da PFE da CVM:

“(…)

Inicialmente, é relevante apontar que, s.m.j., os créditos que servem de lastro para o FIDC de que se trata são aqueles decorrentes da prestação de serviço público de transporte. Portanto, é o fluxo de caixa de valores pagos pelos usuários por aquele serviço.

Entretanto, como os usuários fazem o pagamento ao SETRANSP, cabe a este repassar, de acordo com as informações constantes dos

sistemas, o valor do serviço às concessionárias.

Assim, é, de fato, o SETRANSP o devedor das concessionárias.

De acordo com a norma do art. 40-A, da Instrução CVM 356, há a vedação de que todos os direitos creditórios sejam de um mesmo devedor.

Tal vedação parece decorrer da necessidade de reduzir os riscos dos adquirentes das cotas de FIDCs, bem como evitar que os FIDCs se configurem como instituições meramente prestadoras de créditos a outros entes (financiadoras).

No caso em questão, e independentemente de o crédito ser originado do serviço público prestado, verificamos que, para fins do FIDC, consta como parte devedora o SETRANSP, e não os usuários, o que nos leva a concluir, desde logo, pela aplicabilidade do comando inserido no art. 40-A da Instrução 356.

Tal situação é, pelo mesmo dispositivo, excepcionada para alguns entes ali expressamente previstos (companhias abertas, instituições financeiras ou assemelhadas, ou sociedades empresariais, desde que elaborem demonstrações financeiras auditadas por auditor independente registrado na CVM).

Tal rol, fixado pelo Colegiado da CVM, dentro da discricionariedade que a lei lhe confere, no exercício da regulamentação das matérias inseridas na Lei nº 6.385/76, pode, inclusive, ser excepcionado pela CVM, seja por ato pontual (dispensa), devidamente fundamentado, seja com a alteração da norma de regência.

O interessado, conforme narrado na consulta trazida a esta GJU-2, requereu a dispensa, esclarecendo que, muito embora não fosse uma sociedade, elabora as demonstrações financeiras na forma exigida.

Em relação aos riscos advindos da eventual dispensa, no caso concreto, é mister notar que, muito embora se afirme que o serviço prestado (pelas credoras/concessionárias) é pago antecipadamente pelos usuários – o que afastaria o risco de inadimplemento –, e que como o SETRANSP é mero instrumento administrativo para se fazer chegar os valores às concessionárias, fica claro da análise dos fatos que consta como devedora a SETRANSP. Assim, riscos haverá, em nosso juízo, de inadimplemento por parte da SETRANSP, ainda que tal não ocorra por força do inadimplemento dos usuários ou mesmo por problemas com a prestação dos serviços pelas concessionárias.

No entanto, e conforme trazido pela requerente, tal fato não guarda qualquer diferença substancial com a situação das sociedades, ainda que o regramento para os casos de inadimplemento não sejam os mesmos.

Entendemos satisfatória, nesse ponto, a manifestação da requerente, em especial em razão da Deliberação nº 062, de 2008, da Câmara Deliberativa de Transportes Coletivos da Região Metropolitana de Goiânia, que pretende assegurar, no caso de alteração do gestor do sistema de bilhetagem, a continuidade do FIDC em questão.

Em conclusão, à luz das informações trazidas pela requerente, e em função do acima exposto, não vislumbramos óbices à dispensa em questão – o que deverá, de toda sorte, ser motivo de específica análise pelo Colegiado da CVM.”

Para o presente caso, destacamos as seguintes palavras da PFE, constantes do MEMO/PFE-CVM/GJU-2/Nº 11/2010 e do seu despacho, respectivamente:

“Nenhuma das duas situações (pluralidade de devedores de fato e garantia do poder concedente) se encontra presente na hipótese, o que, aliado às demais razões esposadas no presente MEMO, desaconselharia que a norma do artigo 5º, da Instrução CVM 414/2004 fosse excepcionada.

Vale ressaltar que quaisquer exceções casuísticas aos normativos desta CVM deverão se dar de forma justificada, pena de ferimento ao princípio da isonomia.

A despeito das razões apontadas, parece-nos que a matéria deverá ser submetida à análise do Colegiado desta Autarquia, que poderá excepcionar fundamentadamente a norma ou alterá-la, no exercício de sua competência regulatória.”; e

“Dessa forma, e à luz também de tais informações, entendemos caber ao Colegiado da CVM a análise do pleito, para excepcionalizar a vedação imposta na Instrução CVM nº 414, sendo certo que, de toda forma, a decisão deverá se dar motivada, e todas as circunstâncias presentes deverão constar dos documentos relativos aos valores mobiliários em questão, atendendo, assim, ao princípio do full disclosure.”

Ademais, observamos que:

- (i) as demonstrações financeiras do Hospital Sabará, relativas ao exercício social imediatamente anterior à data da emissão dos CRI Série II, devidamente auditadas por auditor independente, constam como anexo ao prospecto da oferta, nos termos dos itens 5.3 e 6.1 do Anexo III-A da Instrução CVM 400;
- (ii) consta do prospecto o compromisso de o Hospital Sabará atualizar anualmente as suas demonstrações financeiras auditadas, junto à Securitizadora “até a data de vencimento dos CRI”, nos termos do inciso I do § 2º do art. 5º da Instrução CVM 414;
- (iii) consta do boletim de subscrição redação em que o investidor declara ter conhecimento da excepcionalidade da presente oferta, bem como que contemple o que preceituam as alíneas a) e b) do inciso I do § 4º do art. 4º da Instrução CVM 400,

mencionado acima.

Por conta das características supramencionadas, bem como da manifestação da PFE, não vemos óbice a que o Hospital Sabará seja o único devedor dos créditos que lastreiam os CRI Série II da presente oferta, desde que se observe a recomendação da PFE de que *“todas as circunstâncias presentes deverão constar dos documentos relativos aos valores mobiliários em questão, atendendo, assim, ao princípio do full disclosure”*.

Nesse sentido, ressaltamos que a seção fatores de risco, constante do prospecto da oferta em tela não aborda a questão, nos termos da recomendação da PFE. Os fatores de risco contam apenas com a seguinte redação, sobre esse tema:

“Risco Relativo ao Sabará

Os pagamentos devidos aos investidores dos CRIs Série II dependem única e exclusivamente da capacidade financeira do Sabará no que se refere ao regular pagamento dos Valores do Aluguel. Caso o Sabará venha a enfrentar situações que afetem sua condição financeira e/ou operacional, inclusive em casos de deterioração do setor hospitalar, mudanças legislativas que impactem a operação hospitalar como um todo, dentre outros fatores, os pagamentos devidos aos CRIs Série II e o seu valor poderão ser impactados negativamente.

O Sabará não auferiu lucro no exercício de 2008, conforme últimas demonstrações financeiras constantes do Anexo L, podendo impactar sua capacidade de tempestivamente honrar com suas obrigações financeiras, inclusive as relacionadas nos pagamentos do CRIs Série II.

Risco Relativo à Insolvência do Sabará

Em vista da transformação do Sabará em fundação de direito privado, o eventual inadimplemento de suas obrigações poderá sujeitá-lo ao procedimento de insolvência civil regulado pelo Código de Processo Civil (caso a fundação não tenha bens suficientes para honrar com suas obrigações). Tal procedimento, embora semelhante ao regime da falência estatuído pela Lei nº 11.101/05, não é tão largamente utilizado quanto o instituto da falência e difere desse em alguns pontos, notadamente em certas questões processuais.”

Desse modo, caso o Colegiado da CVM delibere favoravelmente ao pleito de o Hospital Sabará ser o único devedor dos créditos que lastreiam os CRI Série II, deve ser concedido prazo adicional para que a Securitizadora acrescente, na seção fatores de risco, redação que alerte os investidores para os diferentes tratamentos dados pela Lei 11.101/05 e pelo Código de Processo Civil, art. 748 e seguintes, às sociedades empresariais e às organizações civis sem fins lucrativos, respectivamente, nos termos da manifestação da PFE.

Quanto ao pedido de dispensa de publicação do anúncio de distribuição e encerramento, destacamos os seguintes precedentes:

(i) em reunião datada de 2/6/2009, no âmbito da oferta pública de distribuição da 21ª série da 1ª emissão de certificados de recebíveis imobiliários, apresentado por RB Capital Securitizadora S.A (Processo RJ-2009-1676), nos seguintes termos:

“Trata-se de pedido de registro definitivo, cumulado com dispensa de requisito, da oferta pública de distribuição da 21ª série da 1ª emissão de certificados de recebíveis imobiliários, apresentado por RB Capital Securitizadora S.A, nos termos do art. 7º da Instrução 414/04 e do art. 4º da Instrução 400/03.

Requer a securitizadora a dispensa dos seguintes requisitos: (i) elaboração de prospecto; e (ii) publicação dos anúncios de início e encerramento da distribuição.

O Colegiado, por unanimidade, com base na manifestação da área técnica, consubstanciada no Memo/SRE/GER-1/96/09, decidiu conceder a dispensa dos requisitos pleiteada, desde que: (i) o Termo de Securitização seja alterado no prazo de 10 dias úteis, contados de 12.05.09, a fim de vedar a negociação do CRI no mercado de bolsa ou balcão organizado, sem que este seja submetido a registro de negociação ou a sua dispensa, nos termos do art. 21, incisos I e II, da Lei 6385/76 e do § 2º do art. 2º da Instrução 400/03, mediante apresentação de prospecto nos termos da mesma Instrução 400/03; e (ii) os anúncios de distribuição e de encerramento, nos termos apresentados no parágrafo único do art. 29 da Instrução 400/03 sejam disponibilizados nas páginas da Internet da Securitizadora e no sistema IPE da CVM.

O Colegiado ressaltou, contudo, que deve reavaliar, num futuro próximo, a prática de conceder dispensa de requisitos para ofertas que se enquadram nas hipóteses de dispensa automática de registro previstas na regulamentação.”

(ii) em reunião datada de 12/8/2008, no âmbito da oferta pública de distribuição da 54ª série da 1ª emissão de CRI da Rio Bravo Securitizadora S.A (Processo CVM RJ-2008-6136), nos seguintes termos:

“Trata-se de pedido de registro definitivo, cumulado com dispensa de requisito, da oferta pública de distribuição da 54ª série da 1ª emissão de certificados de recebíveis imobiliários, apresentado por RB Capital Securitizadora Residencial S.A., nos termos do art. 7º da Instrução 414/04 e do art. 4º da Instrução 400/03.

Especificamente, requer a securitizadora a dispensa dos seguintes requisitos: (i) elaboração de prospecto; e (ii) publicação dos anúncios de início e encerramento da distribuição.

O Colegiado, com base na manifestação da área técnica, consubstanciada no Memo/SRE/GER-1/181/08, deliberou conceder as dispensas pleiteadas, desde que os Anúncios de Início e de Encerramento sejam disponibilizados no site da securitizadora e no sistema IPE da CVM, de modo a dar a devida publicidade às

ofertas em tela".

(iii) em reunião datada de 11/3/2008, no âmbito das ofertas públicas de distribuição das 50ª e 53ª séries da 1ª emissão de CRI da Rio Bravo Securitizadora S.A (Processos CVM RJ-2008-1044 e RJ-2008-346), nos seguintes termos:

"Trata-se de pedidos de registros definitivos cumulados com dispensa de requisitos das ofertas públicas de distribuição da 50ª e 53ª séries da 1ª emissão de certificados de recebíveis imobiliários, apresentados por Rio Bravo Securitizadora S.A., nos termos do art. 7º da Instrução 414/04 e do art. 4º da Instrução 400/03.

Especificamente, requer a securitizadora a dispensa dos seguintes requisitos, para ambas as ofertas: (i) elaboração de prospecto; e (ii) publicação dos anúncios de início e encerramento da distribuição.

O Colegiado, com base na manifestação da área técnica, consubstanciada no Memo/SRE/GER-1/55/08, deliberou conceder as dispensas pleiteadas, desde que os Anúncios de Início e de Encerramento sejam disponibilizados no site da securitizadora e no sistema IPE da CVM, de modo que as ofertas em tela sejam divulgadas."

Ressaltamos, contudo, que os precedentes supramencionados se referem a ofertas públicas de distribuição de CRI destinadas a um único investidor qualificado, diferentemente do caso em tela.

Ademais, nos precedentes supra, além da dispensa da publicação de anúncio de distribuição e encerramento, os pleitos contavam com a dispensa de elaboração de prospecto de distribuição.

Por esse motivo, o Colegiado da CVM deliberou favoravelmente aos pleitos dos requerentes, desde que os respectivos CRI fossem vedados de negociação no mercado de bolsa ou balcão organizado, sem que fossem submetidos a registro de negociação ou a sua dispensa, nos termos do art. 21, incisos I e II, da Lei 6385/76 e do § 2º do art. 2º da Instrução CVM 400, mediante apresentação de prospecto nos termos da mesma Instrução.

Dessa forma, considerando as características do presente caso, bem como os termos dos precedente supramencionados, somos favoráveis à dispensa de publicação do anúncio de distribuição e encerramento, desde que o referido documento seja disponibilizado no site da Securitizadora e no sistema IPE da CVM, de modo a dar a devida publicidade à oferta em tela, procedimento que a Securitizadora já se comprometeu a observar, mesmo considerando que os CRI Série II são registrados para negociação secundária na CETIP, uma vez que essa oferta conta com o prospecto da distribuição.

CONCLUSÃO

Por todo o acima exposto, manifestamo-nos favoráveis ao pleito da Securitizadora, nos termos da seção "NOSSAS CONSIDERAÇÕES" acima, quanto aos seguintes pontos:

- (i) possibilidade de o Hospital Sabará ser o único devedor dos créditos que lastreiam os CRI Série II, desde que o Colegiado da CVM conceda prazo adicional de 10 dias para que a Securitizadora aperfeiçoe a seção fatores de risco do prospecto da presente oferta, a fim de alertar os investidores para os riscos característicos da insolvência civil, conforme prevista no Código de Processo Civil, art. 748 e seguintes, nos termos da manifestação da PFE;
- (ii) dispensa de publicação do anúncio de distribuição e encerramento, desde que o referido documento seja devidamente disponibilizado nos sites da Securitizadora e da CVM, pelo sistema IPE.

Por fim, propomos o envio do Processo em referência ao Superintendente Geral, para que seja apreciado pelo Colegiado da CVM, tendo como relatora esta SRE/GER-1.

Atenciosamente,

(Original assinado por)
RICARDO MAIA DA SILVA
Gerente de Registros 1

Ao SGE, de acordo com a proposta da GER-1.

(Original assinado por)
FELIPE CLARET DA MOTA
Superintendente de Registro de Valores Mobiliários

CJB/RMS

[1] Há doutrinadores que divergem desta posição e, a depender das atividades da fundação, defendem a aplicação da referida

lei.

[2] A esse respeito, cumpre observar a limitação estabelecida no art. 5º da Instrução CVM 414 é idêntica à limitação estabelecida no art. 40-A da Instrução CVM nº 356, de 17 de dezembro de 2001, conforme alterada. As hipóteses de superação deste limite também são as mesmas.

[3] COELHO, Fábio Ulhoa, Curso de Direito Comercial, volume 3: Direito de Empresa. 9ª edição. São Paulo: Saraiva, 2008, p.245.