



## RELATÓRIO DE ANÁLISE

### Audiência Pública SDM nº 09/2012 – Processo CVM nº RJ-2011-8260

**Objeto:** Alteração da Instrução CVM nº 391, de 16 de julho de 2003 – Prestação de garantias em nome do fundo e prazo para deliberação sobre as demonstrações financeiras.

#### 1. Introdução

O presente relatório é resultado da Audiência Pública SDM nº 09/2012, que recebeu comentários entre os dias 3 de dezembro de 2012 e 2 de janeiro de 2013, tendo por objeto a alteração da Instrução CVM nº 391, de 16 de julho de 2003, que dispõe sobre a constituição, a administração e o funcionamento dos Fundos de Investimento em Participações (“FIP”).

Para melhor descrever e comentar as manifestações dos participantes, este relatório é dividido da seguinte forma: (i) introdução; (ii) participantes; (iii) comentários à Minuta; (iv) outras propostas; e (v) proposta definitiva de instrução.

Este relatório foi elaborado pela Superintendência de Desenvolvimento de Mercado – SDM, com o objetivo de apresentar ao Colegiado da CVM as sugestões recebidas na Audiência Pública nº 09/2012. Seu conteúdo reflete a opinião e as interpretações de tal Superintendência e não necessariamente as da CVM. Este relatório não é aprovado pelo Colegiado ou por outras Superintendências da CVM.

#### 2. Participantes

- (i) Angelini, Caraciolo, De Faro & Gregorio Sociedade de Advogados (“ACDG Advogados”);
- (ii) ANBIMA – Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiros e de Capitais;
- (iii) ABVCAP – Associação Brasileira de Private Equity & Venture Capital;
- (iv) Candido, Martins & Galizzi Advogados (“CMG Advogados”);
- (v) Flavio Augusto Picchi (“Flavio Picchi”); e
- (vi) Leoni Siqueira Advogados (“Leoni Advogados”).

#### 3. Comentários gerais

O ACDG Advogados defende que a limitação da responsabilidade dos cotistas seria a melhor maneira de protegê-los dos riscos decorrentes da concessão de garantias. Para ele, a aprovação unânime em assembleia geral apenas é possível em fundos com poucos ou apenas um cotista. Dessa forma,



segundo o participante, os FIP “de capital disperso nunca poderão conceder garantias, restando prejudicados diante de seus concorrentes de capital concentrado”.

Assim, sugeriu que “a CVM, fundamentada na competência que lhe é conferida pela Lei, deveria limitar a responsabilidade dos cotistas dos FIPs, podendo, com isso, liberar a aprovação das garantias por aprovação majoritária dos cotistas.”

A sugestão do participante foge ao escopo da audiência. A CVM entende que a limitação da responsabilidade dos cotistas de FIP ao valor subscrito suscita questões complexas que exigem uma reflexão mais aprofundada, não sendo objeto de análise neste momento pela Autarquia.

A sugestão do participante, portanto, não foi acatada.

Flavio Picchi sugeriu a realização de audiência pública “visando à alteração de dispositivos equivalentes em outros instrumentos normativos de fundos de investimento, tais como a Instrução CVM nº 209, de 24 de março de 1994, que regula os Fundos Mútuos de Investimento em Empresas Emergentes (FMIEE).”

A CVM informa que já existe um processo mais amplo de reforma da Instrução CVM nº 209, de 1994, e da Instrução CVM nº 391, de 2003, que se encontra atualmente em análise.

#### **4. Comentários à Minuta**

##### **4.1 Art. 2º - Nova redação**

O ACDG Advogados sugeriu que o art. 2º da Instrução CVM nº 391, de 2003, fosse alterado de forma a se permitir que o FIP possa investir em títulos e valores mobiliários não conversíveis ou não permutáveis em ações.

O participante, ademais, entende que deva ser permitida a integralização de cotas de FIP com a transferência de bens ou direitos mesmo quando o fundo decidir não aplicar recursos em companhias que estejam, ou possam estar, envolvidas em processo de recuperação e reestruturação.

O ACDG advogados também entende que, para esclarecer eventuais dúvidas sobre o art. 2º, **caput**, seria adequado “realocar a menção à indicação de membros do conselho, retirando-a do **caput** e passando a constar em inciso ao § 2º, esclarecendo tratar-se de uma das modalidades de garantia de influência.”



Por fim, o participante propôs a inclusão de um novo inciso ao § 4º do art. 2º a fim de facilitar a compreensão da norma, pois na redação atual não estaria suficientemente clara a necessidade da companhia investida ter um conselho de administração.

As sugestões do participante fogem ao escopo dessa audiência pública e, portanto, não foram acatadas. De todo modo, porém, serão analisadas em processo já em curso, que trata de reforma ampla da Instrução CVM nº 209, de 1994, e da Instrução CVM nº 391, de 2003.

#### **4.2 Prazo para aprovação das demonstrações financeiras (Art. 15, I)**

A ABVCAP e a ANBIMA ressaltaram que a Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, em seu art. 132, determina que as demonstrações financeiras da companhia devem ser aprovadas em um prazo de 4 meses após o término do exercício social. Nesse sentido, as participantes entendem que o prazo previsto no art. 15, I, da Minuta deve ser alterado para 180 dias, de forma a possibilitar um prazo de 60 dias para o administrador do fundo consolidar as informações recebidas das companhias investidas.

Flavio Picchi sugeriu alteração do texto do art. 15, I, substituindo a expressão “em até 120 (cento e vinte) dias após o término do exercício social” por “em até 4 (quatro) meses do término do exercício social”, com o propósito de ajustar a terminologia ao que seria comumente utilizado nas normas societárias.

A sugestão da ABVCAP e da ANBIMA foi parcialmente acatada, tendo-se em consideração os argumentos apresentados e as necessidades de as demonstrações contábeis do fundo serem precisas e tempestivas.

Na proposta definitiva de instrução, as demonstrações contábeis do fundo devem ser enviadas à CVM e aos cotistas em até 120 dias após o encerramento do exercício social, segundo nova redação do art. 32, III, e, posteriormente, devem ser aprovadas pela assembleia geral de cotistas em um prazo que será de 150 dias após o término do exercício social.

Sobre a conversão da contagem em dias para aquela em meses proposta por Flavio Picchi, deve-se notar que, nas regulamentações da CVM sobre prazos informacionais, a regra é a contagem em dias. Além do mais, como o prazo para a aprovação das demonstrações contábeis foi aumentado para 150 dias, eventual pequena diferença no caso concreto entre a contagem em dias, por parte do fundo, e aquela em meses, pela companhia investida, será irrelevante. Dessa forma, a sugestão do participante não foi acatada.



#### **4.3 Prazo para o envio das demonstrações contábeis (Art. 32, III)**

A ANBIMA, por entender que o prazo atual de 90 dias para envio das demonstrações contábeis do exercício do fundo à CVM e aos cotistas é extremamente curto, exigindo que as companhias investidas concluam suas demonstrações contábeis auditadas em cerca de 60 dias, sugeriu uma nova redação para o inciso III do art. 32, desta forma:

*“III - anualmente, no prazo de 120 ~~90~~ (~~noventa~~ cento e vinte) dias após o encerramento do exercício social, as seguintes informações:*

- a) as demonstrações contábeis do exercício, acompanhadas de parecer do auditor independente;*
- b) o valor patrimonial da cota na data do fechamento do balanço e a sua rentabilidade no período;*

*e*

*c) os encargos debitados ao fundo, em conformidade com o disposto no art. 27, devendo ser especificado o seu valor e o percentual em relação ao patrimônio líquido médio anual do fundo.”*

Conforme explicitado no **box** anterior, a sugestão da participante foi acatada, porque equaciona adequadamente a necessidade de as demonstrações contábeis dos FIP serem precisas e tempestivas.

#### **4.4 Prestação de Garantias pelo Fundo**

##### **4.4.1 Possibilidade de prestação de garantias pelo fundo (Art. 35, III)**

A ABVCAP propôs que seja permitido ao regulamento do fundo prever a possibilidade de prestação de garantias em nome do fundo, os foros necessários para cada tipo de operação e os quóruns específicos de aprovação.

O participante considera que “a assembleia geral de cotistas é composta por investidores, majoritários e minoritários, com perfis e níveis de conhecimento diferenciados”, sendo “bastante previsível a ocorrência de dúvidas que acabem por inviabilizar qualquer tipo de operação”. Nesse sentido, sugeriu a revogação do inciso III do art. 35 da Instrução nº 391, de 2003.

A ANBIMA sustentou que a aprovação da outorga de garantia por um quórum qualificado de dois terços dos cotistas seria suficiente para atender ao objetivo da CVM de impedir que parcela não representativa de cotistas aprove oneração do patrimônio do Fundo.



Além disso, a ANBIMA apresentou o entendimento de que as garantias concedidas em função da realização de desinvestimento pelo fundo, mencionadas na alínea “c” do inciso II do § 3º do art. 6º-A, e aquelas em razão de financiamento de projetos de infraestrutura junto a instituições financeiras oficiais, referidas no inciso III do § 3º do art. 6º-A, não precisariam ser autorizadas pela assembleia geral de cotistas. Com base nessa compreensão, sugeriu que seja esclarecido, no inciso III do art. 35, que a prestação de garantia, nos dois casos referidos, não precisa ser aprovada pelos cotistas.

Dessa forma, a ANBIMA sugeriu a seguinte redação para o inciso III do art. 35:

“III - prestar fiança, aval, aceite, ou coobrigar-se sob qualquer outra forma, exceto (a) mediante aprovação em assembleia geral por dois terços dos cotistas titulares de cotas integralizadas que tenham direito a voto para a deliberação e (b) nas hipóteses do art. 6-A;”

O CMG Advogados, em linha argumentativa semelhante àquela das associações participantes, entende que a regra da unanimidade não é a mais adequada. Neste sentido, propôs a inclusão do seguinte novo parágrafo ao art. 35:

“§2º O regulamento do fundo poderá prever quorum diverso para a deliberação prevista no inciso III deste artigo, desde que referido quorum não seja inferior à maioria dos presentes em qualquer assembleia geral.”

Como forma de proteger os interesses dos cotistas dos fundos já em funcionamento, em caso de aceitação da proposta anterior, o participante sugeriu o seguinte artigo à instrução alteradora resultante desta audiência pública:

“Art. 2º A alteração do regulamento dos fundos que estiverem em funcionamento para modificação do quorum previsto no inciso III do art. 35 da Instrução CVM nº 391, de 16 de julho de 2003, deverá ser tomada pela unanimidade dos cotistas reunidos em assembleia geral.”

Parágrafo único. O administrador do fundo deverá encaminhar à CVM, através do Sistema de Envio de Documentos disponível na página da CVM na rede mundial de computadores, a ata da assembleia geral referida neste artigo.”

Flavio Picchi sugeriu a alteração da redação do art. 35, III, a fim de “permitir que a deliberação referente à prestação de garantias ou coobrigação pelos FIPs seja regulada por quórum especial, nos termos do respectivo regulamento ou, subsidiariamente, pela maioria dos cotistas reunidos em assembleia



geral, caso não haja disposição específica”. Nesse sentido, sugeriu a seguinte redação ao inciso III do art. 35:

*“III- prestar fiança, aval, aceite, ou coobrigar-se sob qualquer outra forma, exceto mediante aprovação da ~~unanimidade~~ maioria dos cotistas reunidos em assembleia geral, ou por quórum superior definido no regulamento do fundo:”*

Na mesma linha argumentativa dos participantes mencionados acima, o Leoni Advogados sugeriu a exclusão do inciso III do art. 35 da Instrução nº 391, de 2003, e a determinação, nos arts. 6º e 15 da mesma norma, de que a assembleia geral de cotistas é competente para deliberar sobre prestação de garantia em nome do fundo, respeitando-se o quórum estabelecido no regulamento.

Alternativamente às alterações propostas acima, o participante sugeriu a seguinte nova redação ao inciso III do art. 35:

*“III – prestar fiança, aval, aceite ou coobrigar-se sob qualquer forma, exceto mediante aprovação ~~da unanimidade~~ dos cotistas reunidos em assembleia geral, tomada por votos que representem a maioria qualificada dos cotistas, previamente estabelecida no regulamento do fundo.”*

Como destacado pelos participantes, a regra da unanimidade na decisão assemblear pode inviabilizar a prestação de garantia em nome do fundo, mesmo nos casos em que a operação é notoriamente benéfica para os investidores. Em tais hipóteses, uma minoria reduzida poderia ser um empecilho para que o fundo realizasse o seu fim último de criar valor para os cotistas.

Tendo em vista as contribuições dos participantes na audiência pública e uma discussão mais aprofundada sobre o tema, a CVM se convenceu de que, caso o regulamento preveja a possibilidade, decisão de cotistas que sejam titulares de, no mínimo, dois terços das cotas emitidas seria adequada para aprovar a prestação de garantia.

Além de serem qualificados, o aporte mínimo de R\$ 100 mil, exigido pelo art. 5º da Instrução CVM nº 391, de 2003, indica razoável nível de sofisticação dos investidores, que possivelmente estarão aptos a avaliar os riscos de se investir em um fundo autorizado a prestar garantia com base em decisão de maioria qualificada dos cotistas.

Dessa forma, acatou-se a sugestão dos participantes de permitir que o regulamento do fundo preveja a possibilidade de a assembleia geral de cotistas, por maioria qualificada de dois terços, deliberar sobre prestação de garantia em nome do fundo.



Essa alteração normativa, porém, deve ter em conta que os cotistas dos FIP existentes decidiram aportar recursos em veículos de investimento nos quais a regra era a de vedação à possibilidade de o fundo prestar garantias.

Portanto, para os FIP existentes que quiserem prever a possibilidade de prestação de garantia em nome do fundo, a deliberação sobre a alteração do regulamento deverá ser tomada pela unanimidade dos cotistas reunidos em assembleia geral.

Sobre a sugestão da ANBIMA de que garantias prestadas em função da realização de desinvestimento pelo fundo e aquelas em razão de financiamento de projetos de infraestrutura junto a instituições financeiras oficiais não precisariam ser autorizadas pela assembleia geral de cotistas, deve-se notar que, pela norma atualmente em vigor, essas operações estão em regra vedadas.

Não há nada também nas duas espécies de garantia em comento que as difira das demais garantias que o fundo possa prestar. Dessa forma, a proposta da participante não foi acatada.

O CMG Advogados sugeriu que a assembleia geral que deliberar sobre a prestação de garantia pelos FIP deva ser especificamente convocada para tanto. Destarte, o participante sugeriu que a nova redação disposta no art. 35, inciso III, seja alterada para:

*“III - prestar fiança, aval, aceite, ou coobrigar-se sob qualquer outra forma, exceto mediante aprovação prévia da unanimidade dos cotistas reunidos em assembleia geral especialmente convocada para deliberar sobre a matéria;”*

A necessidade de se convocar assembleia geral de cotistas para tratar especificamente de um tema apresenta custos elevados para todos os participantes. Em muitos casos, inclusive, pode significar menor participação dos cotistas, que talvez não estejam dispostos a participar de uma assembleia em que a pauta é composta por um único tema.

Pelos motivos supracitados, a sugestão do participante não foi acatada.

#### **4.4.2 Regulamento do Fundo (Art. 6º)**

O CMG Advogados sugeriu a inclusão de um novo inciso ao art. 6º, de forma a tornar-se a norma mais clara, da seguinte forma:



“XXIII - possibilidade de outorga de ativos do fundo em garantia na forma do inciso III do art. 35 desta Instrução.”

O Leoni Advogados, no mesmo sentido que o CMG Advogados, sugeriu a inclusão de um novo inciso ao art. 6º, desta forma:

“XXIII - possibilidade, se for o caso, de o fundo prestar, direta ou indiretamente, fiança, aval, aceite, ou coobrigar-se sob qualquer outra forma.”

A sugestão dos participantes foi acatada, tendo-se em vista a alteração do art. 35, que permitirá que o regulamento do fundo preveja a possibilidade de prestação de garantia por maioria qualificada dos cotistas.

#### **4.4.3 Deliberação sobre a prestação de garantias (Art. 15, novo inciso)**

O CMG Advogados, com a intenção de deixar a norma coesa e de fácil interpretação, propôs a inclusão do seguinte inciso ao art. 15 da Instrução CVM nº 391, de 2003:

“XI – deliberar sobre a outorga de ativos do fundo em garantia na forma do inciso III do art. 35 desta Instrução.”

Complementarmente, o participante sugeriu a seguinte alteração no § 2º do art. 15:

“§ 2º As deliberações de assembleia geral de cotistas devem ser adotadas por votos que representem a maioria dos presentes, ressalvadas aquelas referidas nos incisos II, III, IV, VI, VII, VIII, IX e XI deste artigo, e no inciso V desse mesmo artigo, caso não haja previsão para a emissão de novas cotas, que somente podem ser adotadas por maioria qualificada previamente estabelecida no regulamento do fundo ou nesta Instrução no caso do inciso XI.”

O Leoni Advogados, no mesmo sentido que o CMG Advogados, sugeriu a inclusão de um novo inciso ao art. 15, desta forma:

“XI - deliberar, quando for o caso, sobre a prestação, pelo fundo, direta ou indiretamente, de fiança, aval, aceite ou coobrigação sob qualquer outra forma, nos termos previstos no regulamento do fundo.”

Complementarmente, o participante sugeriu a seguinte alteração no § 2º do art. 15:



*§ 2º As deliberações de assembleia geral de cotistas devem ser adotadas por votos que representem a maioria dos presentes, ressalvadas aquelas referidas nos incisos II, III, IV, VI, VII, VIII, IX e XI deste artigo, e no inciso V desse mesmo artigo, caso não haja previsão para a emissão de novas cotas, que somente podem ser adotadas por maioria qualificada previamente estabelecida no regulamento do fundo.*

A sugestão dos participantes foi parcialmente acatada, tendo-se em vista a alteração do art. 35, que permitirá que o regulamento do fundo preveja a possibilidade de prestação de garantia por deliberação da assembleia de cotistas.

Na proposta definitiva de instrução, determinou-se, porém, que a maioria qualificada estabelecida no regulamento do fundo deve ser representativa de titulares de cotas correspondentes, no mínimo, a dois terços das cotas emitidas.

#### **4.4.4 Publicidade da existência de garantias (Art. 15, novo parágrafo)**

O Leoni Advogados sugeriu que o parágrafo único do art. 35, proposto na Minuta, fosse realocado como novo parágrafo no art. 15:

*§ 3º Caso existam garantias prestadas pelo fundo, deliberadas conforme o disposto no inciso XI deste artigo, o administrador deve assegurar, no ato de transferência da titularidade das cotas, que o adquirente tenha conhecimento de todas as garantias existentes.*

A CVM acredita que, para a melhor compreensão da norma, a localização ideal do dispositivo é no art. 35. Dessa forma, a proposta do participante não foi acatada.

#### **4.4.5 Condições para a prestação de garantias (Art. 35, novos parágrafos)**

O CMG Advogados, buscando “coibir abusos com a utilização do patrimônio do fundo para garantir operações não relacionadas com as companhias investidas pelo FIP”, sugeriu uma limitação à possibilidade de o administrador prestar garantias em nome do fundo. Nesse sentido, propôs a inclusão de um parágrafo ao art. 35, com a seguinte redação:

*“§ 3º A operação prevista no inciso III deste artigo somente poderá ser realizada no estrito interesse das companhias investidas pelo fundo ou suas controladas e, cumulativamente, desde que esteja alinhada com a estratégia de investimento do fundo.”*



A CVM entende que o parágrafo sugerido pelo participante não é necessário. O exercício do direito de voto pela maioria da assembleia de cotistas que não tenha como fim criar valor para o fundo e não respeite sua política de investimento é um abuso de direito. A proposta, assim, não foi acatada.

A ANBIMA informou que, quando as cotas de FIP são negociadas em mercados organizados de valores mobiliários, pode haver transferência de titularidade de cotas sem que o administrador ou o escriturador tomem conhecimento.

Assim, a participante acredita que o administrador poderia ser responsável por garantir o conhecimento dos adquirentes de cotas sobre as garantias prestadas pelo fundo apenas quando a negociação for privada. Em negociações no mercado regulamentado, o administrador seria responsável somente por divulgar amplamente ao público investidor as garantias que onerem o patrimônio do fundo.

A participante sugeriu, com base nos argumentos supracitados, a alteração do parágrafo único do art. 35, sua renumeração e a inclusão de dois novos parágrafos:

~~“Parágrafo único. § 1º Caso existam garantias prestadas pelo fundo, conforme disposto no inciso III, o administrador deve assegurar que, em negociações privadas de cotas do fundo no ato de transferência da titularidade das cotas, que o adquirente tenha conhecimento de todas as garantias existentes.~~

§ 2º Quando a negociação das cotas do fundo ocorrer em mercados regulamentados sem participação do administrador, os investidores terão ciência da existência da garantia por meio da disponibilização, pelo administrador, da ata da assembleia geral de cotistas que aprovou a garantia ou de regulamento alterado para contemplar a garantia, na página do administrador na rede mundial de computadores, ou mediante publicação de fato relevante, sem prejuízo do disposto no Parágrafo 3.

§ 3º O administrador do fundo deverá enviar os documentos a que se refere o Parágrafo 2º à CVM, por meio do Sistema de Envio de Documentos disponível na página da Comissão na rede mundial de computadores.”

O CMG Advogados sugeriu nova redação ao parágrafo único do art. 35 da Minuta, acrescentando que o novo cotista deve ser informado não apenas da existência das garantias prestadas, mas também dos riscos delas decorrentes:

~~“Parágrafo único. § 1º Caso existam garantias prestadas pelo fundo, conforme disposto no inciso III deste artigo, o administrador deve assegurar, no ato de transferência da titularidade das cotas, que o~~



adquirente tenha conhecimento de todas as garantias existentes o Regulamento deverá estabelecer que na hipótese de ocorrer a transferência de cotas, o novo cotista só poderá ser inscrito no livro “Registro de Cotistas” ou na conta de depósito, conforme o caso, após o administrador recolher seu termo de ciência sobre as garantias prestadas e os riscos dela decorrentes.”

A redação do dispositivo foi alterada para atender à preocupação da ANBIMA. A proposta definitiva de instrução exige que o administrador do fundo dissemine da forma mais ampla possível a existência de garantias prestadas em nome do fundo, por meio, no mínimo, da divulgação de fato relevante e da disponibilização permanente das informações a respeito das garantias existentes na página do administrador na rede mundial de computadores.

A sugestão do CMG Advogados não foi acatada, porque a CVM entende que o conhecimento sobre a existência de garantias é suficiente para que o investidor tome as providências necessárias para avaliar os riscos do fundo em que deseja investir.

## **5. Proposta definitiva de instrução**

A proposta definitiva de instrução, incorporando as sugestões acima descritas, segue anexa a este relatório.

Rio de Janeiro, 28 de junho de 2013.

*Original assinado por*

**ANTONIO CARLOS BERWANGER**

Superintendente de Desenvolvimento de Mercado

Em exercício