Processo Administrativo CVM RJ2010/13171

Reg. Col. Nº 7420/2010

Interessados: Banco Santander (Brasil) S.A. e Fundo de Investimento em Participações – Advent de Participações

Assunto: Aplicação dos incisos II e III do art. 35 da Instrução nº 391, de 16 de julho de 2003

Declaração de Voto

1. Trata-se da apreciação de consulta formulada por Banco Santander (Brasil) S.A., na qualidade de administrador do Fundo de Investimento em Participações – Advent de Participações ("Fundo"), a fim de confirmar o entendimento de que o disposto nos incisos II e III do art. 35 da Instrução CVM nº 391, de 16 de julho de 2003, não seria aplicável à operação pretendida, que envolve a transferência, para o Fundo, de ações de emissão da CETIP S.A. – Balcão Organizado de Ativos – ("CETIP"), conjuntamente à assunção de obrigações e encargos contraídos pela Advent Securities Participações S.A. ("Advent Securities"), subsidiária integral do Fundo, para viabilizar a aquisição das referidas ações. Subsidiariamente, o Requerente solicita dispensa de cumprimento do disposto nos incisos II e III do art. 35 da Instrução 391/2003, de maneira a viabilizar a operação almejada.

2. A operação encontra-se descrita no MEMO/SIN/GIE/Nº238/2010 e o pleito diz respeito especificamente à legalidade, à luz da regulamentação em vigor, de o Fundo adquirir ações de emissão da CETIP que se encontram alienadas fiduciariamente em garantia do pagamento de empréstimos que, também por força da operação pretendida, seriam assumidos pelo Fundo. Ou seja, caso realizada a operação, o Fundo se tornaria devedor de empréstimos que foram originalmente contraídos para a aquisição de ações de emissão da CETIP e passaria, igualmente, a ser titular de ações que estão gravadas, por alienação fiduciária em garantia, para o pagamento dos referidos empréstimos.

3. Inicialmente, não vejo como concordar com o entendimento do Requerente de que tal operação não estaria vedada pelos incisos II e III do art. 35 da Instrução 391/2003. Parece-me que o raciocínio adotado incorre em dois equívocos. Primeiro, argumenta-se que os preceitos normativos têm por efeito proibir que o administrador, em nome do fundo, preste garantias ou contraia empréstimos, o que, todavia, não ocorreria no presente caso, visto que os empréstimos e a garantia foram originariamente pactuados pela Advent Securities. Assim, a se admitir o argumento, os dispositivos estariam a proibir a constituição, em nome do Fundo, de negócios de empréstimo ou garantia, e não já que, em momento superveniente à constituição, o Fundo venha a ser parte de tais negócios.

4. Creio, contudo, que tal interpretação, que se atém ao elemento literal, não se ajusta à finalidade dos referidos preceitos que, como se sabe, visam proteger o patrimônio do Fundo e dos cotistas dos riscos decorrentes da contração de empréstimos e da concessão de garantias. A meu ver, não seria razoável, de uma parte, proibir determinado fundo de realizar negócios constitutivos de empréstimos ou garantias para, de outra parte, permitir que o fundo alcance a mesma finalidade por meio de negócios translativos dessas obrigações.

5. O segundo argumento também não me parece convincente. De acordo com o Requerente, as vedações contidas nos incisos II e III do art. 35 da Instrução 391/2003 se destinariam unicamente ao administrador do Fundo, de maneira que a anuência da assembleia de cotistas do Fundo seria suficiente para autorizar a realização das operações ali visadas. Devo esclarecer que a CVM nunca adotou tal interpretação; pelo contrário, sempre prevaleceu o entendimento de que os fundos de investimento em participação – FIP estão proibidos de incorrer nas operações mencionadas nos incisos II e III do art. 35, pouco importando se contam com a aprovação dos cotistas.

6. Aliás, o precedente do Colegiado citado pelo Recorrente, ao invés de corroborar o seu pleito, confirma o que estou dizendo: no Processo RJ2008/4122, o Colegiado decidiu dispensar Açúcar e Álcool Fundo de Investimentos em Participações do cumprimento do disposto no art. 35, inciso III, da Instrução nº 391/03, de modo a permitir que o administrador pudesse conceder uma fiança em nome do fundo. A dispensa foi necessária justamente porque, em princípio, o fundo não poderia constituir a garantia, a despeito da aprovação unânime dos cotistas.

7. Com efeito, essa tem sido a orientação reiteradamente adotada pelo Colegiado da CVM com relação aos FIP que pretendem conceder garantias em favor das companhias nas quais investem. Por diversas vezes,[1] o Colegiado concedeu a dispensa de cumprimento do disposto no art. 35, inciso III, da Instrução nº 391/03, permitindo que ativos das carteiras desses fundos fossem conferidos em garantia. No entanto, nunca manifestou o entendimento de que a vedação contida no referido preceito não seria aplicável caso a constituição da garantia fosse aprovada pela assembléia de cotistas.

8. Também me parece que não é dessa forma que o mercado vem interpretando esses preceitos normativos em apreço. Vale recordar, a propósito, a Audiência Pública nº 1, de 2008, que resultou na edição da Instrução CVM nº 472/08, que dispõe sobre os Fundos de Investimento Imobiliário – FII. Naquela ocasião, a CVM submeteu ao escrutínio do mercado minuta de instrução que continha comandos similares[2] aos em apreço nesta decisão e indagou, especificamente, quanto à conveniência de permitir que os FII contraíssem empréstimos. Ora, é significativo que todos os comentários recebidos sobre o tema partiram da premissa de que os dispositivos teriam o efeito de proibir os fundos de contraírem empréstimos e concederem garantias, e não o de exigir a aprovação dos cotistas para a realização dessas operações. O fato de a discussão ter sido travada nesses termos confirma, a meu ver, que o próprio mercado, além da CVM, entende que os fundos estão impedidos de tomar empréstimos ou conferir garantias, independentemente da anuência dos cotistas.

9. Além disso, quando admite a tomada de empréstimos, a regulamentação da CVM é explícita nesse sentido, e não condiciona tal ato à anuência da assembleia de cotistas. Assim, o inciso II do art. 2º da Instrução CVM nº 406/04 expressamente autoriza os fundos ali contemplados, que dispõem do apoio financeiro direto de organismos de fomento, a "contrair empréstimos, diretamente, dos organismos, das agências de fomento ou dos bancos de desenvolvimento (...), limitados ao montante correspondente a 30% (trinta por cento) dos ativos do fundo".

10. Em suma, por todas essas razões, entendo que a operação pretendida pelo Requerente não pode ser realizada, a menos que a CVM o dispense do cumprimento do disposto nos incisos II e III do art. 35 da Instrução nº 391/03.

11. Passando então à análise do pedido subsidiário formulado pelo Requerente, ressalto inicialmente, como já destacou a SIN, que não há precedente do Colegiado sobre pedidos de dispensa de cumprimento do inciso II do art. 35. Trata-se, portanto, de pleito inédito.

12. Porém, não posso concordar com a manifestação favorável da SIN à concessão dessa dispensa. É preciso notar que a autorização para o fundo contrair ou assumir empréstimos suscita questões complexas que exigem reflexão aprofundada, que não poderia ser levada a cabo satisfatoriamente, nos limites de um caso concreto, no âmbito da análise de um pedido de dispensa.

13. Veja-se, por exemplo, que a assunção de dívida por um fundo pode expor o seu patrimônio, bem como os de seus cotistas, a riscos superiores àqueles geralmente associados à concessão de garantias em favor de terceiros. Isto porque o Fundo e também os cotistas, ainda que subsidiariamente, respondem pessoalmente pelo pagamento da dívida. Já com a concessão de garantia em favor de uma companhia investida, o risco incorrido pelo fundo é limitado ao valor do ativo conferido em garantia e os cotistas sequer assumem algum risco, nesse caso.

14. Esse é um exemplo – e creio que outros poderiam ser adicionados –, que indica que não seria apropriado adotar para os pedidos de dispensa do cumprimento do inciso II do art. 35 (proibição de contração de empréstimos) a mesma política regulatória que vem sendo adotada para os pedidos de dispensa referentes ao inciso III do art. 35 (proibição de concessão de garantias), antes de se proceder a um minucioso estudo do tema.

15. Com efeito, a autorização para o fundo contrair ou assumir empréstimos envolve o conhecido e atual tema da alavancagem dos fundos de investimento. A CVM tem vedado a contratação de financiamentos e tal orientação não se restringe aos fundos de investimento em participação, alcançando, em verdade, todas as modalidades de fundos de investimento,[3] ressalvada apenas a hipótese específica, já referida acima, dos fundos que dispõem do apoio financeiro direto de organismos de fomento, nos termos da Instrução CVM nº 406/04. Trata-se, sem dúvida, de uma política regulatória característica da indústria de fundos brasileira.

16. A propósito, vale mencionar, mais uma vez, a Audiência Pública nº 1, de 2008, referente à edição da Instrução CVM nº 472/08, que dispõe sobre os FII. Como disse acima, nessa audiência, a CVM perguntou ao mercado sobre a conveniência de permitir que os FII contraíssem empréstimos. As manifestações recebidas dos participantes foram bastante heterogêneas e mesmo aqueles que opinaram a favor da possibilidade de alavancagem reconheceram que seria necessário um mais amplo debate antes que a mudança fosse introduzida pela CVM.[4]

17. Enfim, tudo isso mostra, a meu ver, que não seria conveniente discutir uma mudança na política regulatória sobre a alavancagem dos FIP nesta ocasião, em que se examina, de maneira restrita, a concessão de uma dispensa em favor de determinado fundo para a realização de certa operação. Também não se pode perder de vista que a eventual concessão da dispensa pleiteada representaria um precedente importante, cujas repercussões seriam difíceis de avaliar nesta oportunidade, já que não se dispõe ainda de um estudo abrangente e minucioso sobre a possibilidade de endividamento pelos FIP.

18. Desse modo, voto pelo indeferimento do pedido de dispensa do cumprimento do disposto no inciso II do art. 35 da Instrução nº 391/03, tal como formulado pelo Banco Santander (Brasil) S.A., na qualidade de administrador do Fundo de Investimento em Participações – Advent de Participações.

19. Ressalvo, todavia, que não haveria óbice em se dispensar o Requerente do cumprimento do disposto no inciso III do art. 35 da Instrução nº 391/03, caso fosse de seu interesse receber apenas essa dispensa. Como a SIN destacou em sua manifestação, a dispensa do disposto no inciso III – para permitir a aquisição, pelo Fundo, de ações de emissão da CETIP que se encontram gravadas por meio de alienação fiduciária em garantia – pode ser concedida, consoante os precedentes do Colegiado, uma vez que a assunção dessa garantia atende ao interesse do Fundo e foi aprovada pela unanimidade dos cotistas do Fundo.

Rio de Janeiro, 28 de dezembro de 2010.

Maria Helena dos Santos Fernandes de Santana

[1]Como o próprio Requerente reconhece ao citar vários precedentes do Colegiado nesse sentido.

[2]Tais comandos correspondem aos incisos III e IV do art. 35 da Instrução CVM nº 472/09: "Art. 35. É vedado ao administrador, no exercício das funções de gestor do patrimônio do fundo e utilizando os recursos do fundo: (...) III – contrair ou efetuar empréstimo; IV - prestar fiança, aval, bem como aceitar ou co-obrigar-se sob qualquer forma nas operações praticadas pelo fundo;"

[3]Nessa direção, confiram-se a vedação geral contida no art. 64, inciso II, da Instrução CVM nº 409/04; o art. 38, inciso II, da Instrução CVM nº 209/94, aplicável aos Fundos Mútuos de Investimento em Empresas Emergentes – FMIEE; o art. 36, inciso II, da Instrução CVM 278/98, aplicável aos Fundos Mútuos de Investimento em Empresas Emergentes – FMIEE – Capital Estrangeiro; o art. 36, inciso XI, da Instrução CVM nº 356/01, aplicável aos Fundos de Investimento em Direitos Creditórios – FIDC e aos Fundos de Investimento em Cotas de Fundos de Investimento em Direitos Creditórios – FICFIDC; o art. 47, incisos VII e XVI, da Instrução CVM nº 399/03, aplicável aos Fundos de Investimento em Direitos Creditórios – FIDC no âmbito do Programa de Incentivo à Implementação de Projetos de Interesse Social; o art. 54, inciso VI, da Instrução CVM nº 398/03, aplicável aos Fundos de Financiamento da Indústria Cinematográfica Nacional – FUNCINE; o art. 40, inciso II, da Instrução CVM nº 186/92, aplicável aos Fundos de Investimento Cultural e Artístico; o art. 14, inciso II, da Instrução CVM nº 359/02, aplicável aos Fundos de Índice; o art. 26, inciso II, da Instrução CVM nº 279/98, aplicável aos Fundos Mútuos de Privatização – FGTS; além do já mencionado art. 35, inciso III, da Instrução CVM nº 472/08, aplicável aos Fundos de Investimento Imobiliário - FII.

[4]Assim consta do Relatório da Audiência Pública, "a CVM perguntou ao mercado sobre a conveniência de permitir que os FII contraíssem empréstimos, expondo suas preocupações sobre a responsabilidade dos cotistas em caso de eventual patrimônio negativo e a impossibilidade legal dos FII darem seus ativos em garantia. Seis participantes manifestaram suas opiniões a respeito do tema, das quais cinco são favoráveis e uma é contrária. Cabe notar que mesmo aqueles que acreditam que a possibilidade de alavancagem seja positiva para os FII, admitem que é necessário um extenso debate antes de sua implementação, e que talvez não seja adequado fazê-lo no âmbito desta audiência pública. (...)A CVM concorda que alavancagem em fundos de investimento pode ser benéfica e ajudar o desenvolvimento do mercado de valores mobiliários no Brasil. No entanto, esse é um assunto delicado que implica a averiguação cuidadosa de muitos riscos, tanto para o investidor quanto para o sistema e, por isso, precisa ser discutido amplamente