



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Memorando nº 8/2020-CVM/SIN/DLIP

Rio de Janeiro, 26 de novembro de 2020.

Ao Senhor Superintendente Geral,

Assunto: Recurso contra decisão da SIN/DLIP - Processo CVM nº 19957.001514/2019-20.

### CONSIDERAÇÕES INICIAS

1. Trata-se de Recurso para o Colegiado da CVM, apresentado pela CYAN FI MULTIMERCADO IE - CP ("Recorrente"), cotista do cotista do IGUÁ FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES MULTISTRATÉGIA, inscrito no CNPJ sob o nº 25.080.536/0001-95 ("Fundo" ou "FIP Iguá"), em face de decisão da Superintendência de Relações com Investidores Institucionais (SIN), nos termos da Instrução CVM nº 607 ("IN 607", Doc. 1112227).

2. Na decisão recorrida, a Divisão de Fundos Listados e de Participações (DLIP) analisou a denúncia acerca da suposta quebra de deveres fiduciários pela IG4 Capital Investimentos Ltda. ("Gestora" ou "IG4") e Vórtx DTVM Ltda ("Administradora") em não informar aos cotistas sobre o conflito de interesses observado na alienação e transferência das cotas de classe A de emissão do FIP para a IG4 Water Investments LP, parte relacionada, e não convocar a assembleia geral de cotistas para deliberar sobre os efeitos da operação. Em seu Despacho (1085464), analisando os esclarecimentos e documentação encaminhados neste processo, a DLIP chegou a conclusão que:

*a operação foi realizada exclusivamente por terceiros, sem a participação do FIP Ingá como contraparte. Ademais, s.m.j., não nos parece que o ato reflete uma situação de privilégio da Gestora ou, mesmo ainda, que causou prejuízo aos demais cotistas do Fundo, conseqüentemente, em nosso entendimento, inexistente a obrigação da Administradora para convocação de conclave para deliberar sobre a aprovação da compra de cotas classe A da Galvão Participações S.A. pela IG4 Water, após cessão da AIMCo de direitos obtidos em leilão.*

3. Em seguida, a DLIP encaminhou o processo à Gerência de

Acompanhamento de Investidores Institucionais (GAIN), a fim de verificar possíveis infrações no âmbito da competência daquela unidade, notadamente, a denúncia de exercício irregular da função de administração de carteira de valores mobiliários pelos Srs. Paulo Mattos e Gustavo Buffara, enquanto diretores responsáveis pela atividade de gestão profissional de recursos de terceiros desenvolvida pela Gestora.

4. Por seu turno, a GAIN entendeu que *“as possíveis irregularidades já foram analisadas no referido Despacho pela própria DLIP”*, propondo a devolução do processo à SOI para o arquivamento (1086027).

5. À vista disso, o Recurso tem como base a arguição das referidas decisões, reforçando o entendimento da Recorrente de suposto descumprimento às normas regulatórias da CVM.

6. Por conseguinte, este Memorando tem a pretensão de apresentar o recurso interposto pela Recorrente contra o posicionamento desta SIN, bem como aos contra-argumentos desta superintendência, a fim de analisar se enquadram-se nas hipóteses previstas do art. 4º, § 4º, da ICVM 607.

## **RECURSO E MANIFESTAÇÃO DA ÁREA TÉCNICA**

### **I - EXERCÍCIO IRREGULAR DA FUNÇÃO DE ADMINISTRAÇÃO DE CARTEIRA DE VALORES MOBILIÁRIOS**

7. Em relação a esse caso, a Recorrente alega que *“Paulo Mattos atuou como diretor responsável pela administração de carteira de valores mobiliários da IG4 Capital quando já não estava mais domiciliado no Brasil; e (ii) Gustavo Buffara foi apontado como diretor responsável pela administração de carteira de valores mobiliários da IG4 Capital sem sequer ter o competente credenciamento perante esta Autarquia, ambas condutas reprováveis nos termos da Instrução CVM 558/2015”*, assim, a situação se configuraria o exercício irregular da função de administração de carteira de valores mobiliários, em violação ao art. 5º da ICVM nº 558 de 2015 (“ICVM 558”), que dispõe o seguinte:

*Art. 5º Na hipótese de impedimento de qualquer dos diretores responsáveis pela administração de carteiras de valores mobiliários por prazo superior a 30 (trinta) dias, o substituto deve assumir a referida responsabilidade, devendo a CVM ser comunicada, por escrito, no prazo de 7 (sete) dias úteis a contar da sua ocorrência.*

8. Analisando o caso, a GAIN entendeu que, de fato, a Administradora adotou um procedimento inadequado na substituição dos diretores da IG4, pois o correto seria que a saída do Sr. Paulo Mattos fosse comunicada de imediato à CVM, acompanhada de *“esclarecimentos quanto à necessidade de assunção da função pelo Sr. Gustavo Buffara interinamente até que seu pedido de credenciamento já realizado fosse deferido”*, e solicitação de prazo para essa transição (1123971).

9. Contudo, verificou-se que *“a instituição realizou mais duas alterações sucessivas para alinhar a sua informação cadastral à sua previsão contratual”*, com o movimento de retorno da responsabilidade do Sr. Paulo Mattos e, *“após o deferimento do credenciamento, fazendo nova designação do Sr. Gustavo Buffara (1124328)”*.

10. Conclui a GAIN que *“mesmo diante da adoção de procedimento equivocado, o resultado obtido foi o mesmo que seria adotado com a intervenção da GAIN, a conclusão do credenciamento do Sr. Gustavo Buffara e sua nomeação como diretor responsável pela instituição”* e que a obtenção do credenciamento pelo Sr. Gustavo Buffara se mostrou suficiente ao atendimento do requisito previsto no art. 4º, III, da ICVM 558.

11. Deste modo, conforme determina o art. 4º, I, b, da ICVM 607, a SIN decidiu, na avaliação da relevância da conduta e da expressividade da lesão ao bem jurídico tutelado, que seria suficiente a emissão de Ofício de Alerta à IG4, comunicando a Gestora acerca da não conformidade do procedimento (1124985).

## **II - QUEBRA DE DEVERES FIDUCIÁRIOS DO GESTOR E ADMINISTRADOR**

12. Em sua reclamação inicial, a Recorrente entabulou a tese de que a IG4 Water Investments LP (*“IG4 Water”*), sociedade ligada à Gestora, adquiriu cotas de classe A do FIP adicionais as que já tinha, o que se configuraria uma situação de conflito de interesses. Além disso, continuou a apelante, a aquisição deveria ter sido divulgada aos cotistas e aprovada previamente em Assembleia.

13. Por sua vez, a Gestora se defendeu alegando que o negócio se tratou de uma transação privada entre cotistas do Fundo, a saber, de um lado a Galvão Participações S.A (*“Galpar”*), em situação de recuperação judicial, que vendeu sua participação no Fundo por meio de pregão judicial público, no qual, sem surgir qualquer outro interessado, sagrou-se vencedora a Alberta Investment Management Corporation (*“AIMCo”*) que, em seguida, tendo em vista acordo de investimentos firmado entre as partes, cedeu à IG4 Water o direito de adquirir parcela das cotas classe A diretamente da Galpar, pagando-lhe a parcela devida do preço em juízo.

14. Nesta operação, a IG4 Water aumentou a sua participação de 37,68% para 39,12% em cotas de classe A.

15. Após avaliar o caso, a DLIP concluiu que a operação ocorreu sem qualquer participação direta ou indireta do FIP Iguá, e portanto, sem o dever de ser precedida de uma aprovação em sede de assembleia de cotistas.

16. Encerrado o caso e comunicado o entendimento aos interessados, a Recorrente solicitou a reabertura do presente processo, arguindo a decisão desta SIN. Inicialmente, informa que o *“Contrato de Compra e Venda de UPI e Outras Avenças datado de 26 de abril de 2019”* deixa evidente que o FIP Iguá teria participado da aquisição das Cotas Classe A da Galpar na qualidade de *“interveniente anuente”* e que a IG4 Water assinou o QPA na qualidade de compradora das Cotas Classe A diretamente com a Galpar.

17. Ainda, para a inexistência de prejuízo aos demais cotistas do FIP, alegam que *“a Operação causou prejuízo considerável aos demais Cotistas”* pois a cota do FIP Iguá informado para a CVM era de R\$ 66.745,46, conquanto o auferido no leilão judicial, objeto do QPA foi de R\$51.159,34, e que deveria ter *“sido ofertado ao Cyan o direito de comprar as cotas proporcionalmente à participação que detinha no FIP Iguá”*, em valor inferior ao da marcação do FIP. A recorrente estima duas perdas possíveis, a depender se fosse considerada a aquisição direta das cotas nos termos do Acordo de Cotistas (R\$ 12.768.557,59) ou se fossem adquiridas *“apenas as Cotas Classe A cedidas pela AIMCo à IG4 Water, nos termos previstos no Acordo de Cotistas”* (aqui, um revés calculado de R\$ 1.028.776,68.

18. Argumentam ainda que o gestor teria participado do evento "*em nome da AIMCo e não na figura de seu cotista IG4 Water*", deixando claro, na visão do recorrente, que ela se utiliza de seu papel como gestora ou como cotista do FIP na medida de suas conveniências; e que, "*ao invés de ofertar lance público no bojo da recuperação judicial da Galpar*" a gestora cotista preferiu comprar o direito sobre as cotas da AIMCo fora de leilão público, sob o pretexto de que se tratava de uma "transação privada" ou que ela decorreu "*do compromisso de co-investimento que o Gestor (sociedade de seu grupo) firmou com a AIMCo, contrato obscuro do qual o FIP Iguá não é parte*".

19. Dada a controvérsia, vejamos o que preceitua a Instrução CVM nº 578 de 2016 ("ICVM 578") acerca do tema:

*Art. 24. Compete privativamente à assembleia geral de cotistas deliberar sobre:*

...

*XII - a aprovação dos atos que configurem potencial conflito de interesses entre o fundo e seu administrador ou gestor e entre o fundo e qualquer cotista, ou grupo de cotistas, que detenham mais de 10% das cotas subscritas.*

20. Por seu turno, o Regulamento do Fundo, em "Definições" e no artigo 34, trata o tema da seguinte forma:

*"Conflito(s) de Interesses": Qualquer operação em que houver interesse contraposto aos interesses do FUNDO realizada (i) entre o FUNDO e Partes Relacionadas do ADMINISTRADOR e/ou do Gestor; ou (ii) entre o FUNDO e qualquer entidade administrada pelo ADMINISTRADOR e/ou Gestor (carteira de investimentos ou fundo de investimento); ou (iii) entre Partes Relacionadas ao ADMINISTRADOR e/ou ao Gestor e a Companhia Alvo;*

...

*Artigo 34º Qualquer operação em que houver potencial Conflito de Interesses deverá ser levada ao conhecimento e aprovação da Assembleia Geral.*

21. Evidentemente, a aprovação de operações com potencial conflito de interesses em conclave de cotistas requer que sejam apresentadas todas as condições e circunstâncias, inclusive as financeiras, da operação objeto de exame, de forma clara e transparente, inclusive comparando-a com outras opções de investimento existentes no mercado ou de decisão disponíveis, quando for o caso. Tal diligência é a mínima esperada para que uma assembleia de cotistas possa tomar uma decisão sobre realizar ou não realizar a operação pretendida com partes relacionadas e mitigaria, por certo, o risco de uma decisão influenciada por interesses opostos ou ao menos paralelos ao do fundo.

22. O objetivo da regra, neste caso, é justamente mitigar o exercício do papel decisório do gestor em situações de conflito de interesses e contar com a assembleia geral para conferir especial legitimidade a essa decisão. Assim, caberia ao gestor e ao administrador apenas apresentar as bases econômicas, os benefícios e riscos da operação para criar condições para a tomada de decisão pela assembleia.

23. No caso e conforme já mencionado, a Galpar, cotista do FIP Iguá, devido a sua delicada situação financeira, no âmbito de seu plano de recuperação judicial resolve alienar suas cotas do Fundo, que ocorreu por meio de pregão judicial público, via "Unidade Produtiva Isolada - UPI", conduzido nos termos do art. 142, inciso III, da Lei nº 11.101/2011, sob os cuidados do juízo de recuperação

e falências.

24. As regras do pregão judicial das cotas classe A de emissão do Fundo foram publicadas no Diário de Justiça Eletrônico do Rio de Janeiro, em 20.03.2019, e também na página da Iguá na rede mundial de computadores.

25. Segundo alega a Gestora, a alienação ocorreu em conformidade com o Acordo de Acionistas, de dezembro de 2018, vigente a época da operação (1145156).

26. Impende dizer que a ICVM 578 autoriza ao gestor a firmar, em nome do fundo, acordos de acionistas contendo regras que possibilitem ao gestor participar no processo decisório da sociedade investida, vinculando, portanto, as suas decisões. O acordo aqui analisado era de conhecimento dos cotistas, e contou inclusive com a assinatura da própria Recorrente.

27. Especificamente para a venda de cotas pela Galpar, o Acordo de Acionistas, em seu item 6.5, dispõe que a empresa dispensaria seus melhores esforços para realizar a venda de cotas da empresa com a concessão de um direito de primeira oferta aos outros cotistas do Fundo, na proporção da participação de cada um deles no patrimônio total do Fundo, como podemos ver abaixo:

*Right of First Offer. Galpar hereby acknowledges and agrees to undertake its best efforts to grant a right of first offer to the other Quotaholders with respect to any Transfer of Quotas and/or shares of Iguá held by Galpar (upon exercise of the right of early amortization set forth in Clause 7.2 below), proportionally to the interest held by such Quotaholders in the Fund disregarding the interest held by Galpar. In the event Galpar wishes to effect the transfer of any Quota or share of Iguá to a Person that is not an Affiliate of Galpar, whether or not it has received any offer from a Potential Buyer, Galpar shall deliver a written notice to the other Quotaholders indicating its intention to transfer such Quotas or shares to an unaffiliated third party, and the Quotaholders shall have the right to present a binding offer for the acquisition of such Quotas or shares (the Quotaholders that have sent such binding offer, the "ROFO Quotaholders"), by sending Galpar a written notice within thirty 30 days following the receipt of the notice from Galpar. If Galpar accepts the terms and conditions set forth in such offer, Galpar shall send a written notice to the ROFO Quotaholders within fifteen 15 days following the receipt of the last notice sent by the ROFO Quotaholders. In such case, Galpar will have the right to sell to the ROFO Quotaholders, which in turn will be obligated to purchase from Galpar, the relevant Quotas or shares.*

28. Contudo, o parágrafo 6.5.2 desse mesmo acordo faz ressalva a supramencionada regra, conforme vemos transcrito:

*The right of first offer set forth in this Clause is subject to the obtainment of creditors' and court's approval for the waiver of the requirement of conducting a public bid for the sale of the Quotas held by Galpar, in accordance with applicable law and the Joint Court-Supervised Reorganization Plan, approved by the 7th Corporate Court of the Judicial District of the Capital of Rio de Janeiro (Proceeding number 0093715-69.2015.8.19.0001)*

29. Ou seja, o referido item lembrava aos seus subscritores que o direito estaria sujeito a uma aprovação de credores e do juízo da recuperação judicial em curso. Previsão essa natural e esperada, aliás.

30. Como a negociação, no caso concreto, ocorreu dentro do plano de recuperação judicial da Galpar, a venda de cotas da empresa refletiu o previsto no

Acordo de Acionistas. Inclusive, qualquer interessado, cotista ou não, na ocasião do pregão judicial, poderia realizar proposta para adquirir as cotas de titularidade da Galpar, sem que houvesse direito de preferência aos demais cotistas do Fundo.

31. Portanto, em nosso entendimento, sem contar com as já notadas transparência e publicidade da operação, não caberia dizer que a venda de cotas pela Galpar, em pregão judicial, poderia estar eivada de irregularidade.

32. A AIMCo sagrou-se vencedora no pregão de cotas da Galpar, cedendo parte das cotas adquiridas para a IG4 Water, outra cotista do Fundo, e parte relacionada da Gestora.

33. Por motivo deste instrumento, a IG4 Water não aparece no contrato como compradora de parte das cotas classe A do FIP Iguá, mas como cessionária dos direitos e obrigações relacionados à UPI Iguá do investidor AIMCo, conforme estabelecido no "Contrato de Compra e Venda de UPI e Outras Avenças".

34. Consta do referido documento, no item (h), que: *"Nos termos da proposta apresentada pelos Investidores em 30 de novembro de 2018, os Investidores [a AIMCo] cederam parte de seus direitos e obrigações relacionados à UPI Iguá para a IG4 Water"*.

35. Vale ainda refletir neste processo a Cláusula XIII da proposta apresentada pelos investidores, referida no item (h) do Contrato de Compra e Venda de UPI, que assegura àqueles proponentes a possibilidade de ceder os direitos e obrigações lá estabelecidos. Mais especificamente, consignou-se que os então "Compradores" poderiam ceder *"quaisquer dos seus direitos e obrigações a [...] (ii) quaisquer co-investidores, a critério dos Compradores, desde que, não obstante o disposto acima, os Compradores permaneçam obrigados a conclusão da Transação"* (1134449).

36. Neste momento, frisamos os argumentos da Gestora, quando alega que a cessão ora discutida ocorreu com base em arranjo de coinvestimento entre a AIMCo e IG4 Water, sem a participação do Fundo:

*a aquisição daquela irrisória parcela das cotas pela IG4 Water decorreu de um compromisso de co-investimento entre essa parte e a AIMCo, em uma iniciativa que nada tem de suspeita ou inovadora, sendo bastante corriqueira na indústria de private equity ("skin in the game")*

37. Pelo exposto, revisando os tramites da operação, verificamos, novamente, que a cessão das cotas da AIMCo para IG4 Water, ainda no âmbito do pregão, respeitou todos os ritos do Acordo de Acionistas, notadamente levando em conta seu item 6.5.2, não sendo identificada qualquer negociação entre o Fundo e Partes Relacionadas ou entre Partes Relacionadas e a Companhia Alvo, portanto, com base no Regulamento do Fundo e na ICVM 578, e sem que, assim, a hipótese de conflito de interesses prevista no artigo 24, XII, da Instrução CVM nº 578 possa ser suscitada.

38. Adicionalmente, entende-se que o pregão judicial é de ordem pública e assim, a própria IG4 Water poderia participar diretamente do pregão, sem a necessidade de autorização da Assembleia para a compra das cotas da Galpar, e assim, infrutífera a suspeita levantada pela recorrente a respeito das reais razões que poderiam ter levado a gestora cotista a receber por cessão da AIMCo sua participação adicional no fundo, e não via lance direto no leilão.

39. Afora a comprovação documental nesse sentido, parece bastante verossímil e razoável a alegação da gestora de que essa transferência tenha se dado por força de acordo de coinvestimento com o gestor: prática bastante usual no segmento de Private Equity, esse tipo de acordo tem na verdade o objetivo de

garantir, com especial ênfase em produtos fechados como os FIP, um alinhamento (e não um conflito) de interesses entre o gestor e o investidor na medida em que o principal responsável pelo fundo compartilha dos riscos assumidos com seu próprio capital.

40. Por último, cabe enfrentar mais uma alegação da Recorrente, que tenta discutir a participação do Fundo no pregão como comprador das cotas da Galpar. No Recurso, a Recorrente afirma que:

*Conforme Contrato de Compra e Venda de UPI e Outras Avenças datado de 26 de abril de 2019 (“QPA”) (Anexo IV), todavia, resta evidente que o FIP Iguá participou, sim, da aquisição das Cotas Classe A da Galpar, assinando o QPA como interveniente anuente e que, não obstante a IG4 Water não ter sido declarada vencedora do leilão nos termos da ata datada do dia 04 de abril de 2019 (Anexo V), a IG4 Water assinou o QPA na qualidade de compradora das Cotas Classe A diretamente com a Galpar.*

41. Em nosso entendimento, a atuação do “Interveniente Anuente” não pode ser confundida com a de qualquer das partes num acordo de vontades. Como sabido, essa figura coexiste em instrumentos de natureza obrigacional para que dele um terceiro interessado tome ciência e possa anuir com seus termos, dado se tratar de alguém cujo conhecimento do acordado se faz importante para qualquer efeito vislumbrado pelas próprias partes. Portanto, parece razoável que a gestora figure nessa condição no contrato, tendo em vista seu dever fiduciário perante o fundo e seus cotistas e as funções centrais por ele exercidas no contexto do FIP.

42. Outrossim, não encontramos elementos na operação que indicassem cláusulas “obscuras”, ou seja, em desigualdade de condições entre os cotistas, pactuadas ou aprovadas informalmente, à margem do conhecimento dos outros cotistas, ou com a ocultação da estrutura jurídico-societária formada entre a IG4 Water e a Gestora, que pudessem ter por objetivo ocultar uma negociação conflitada ou seus objetivos.

43. Isto posto, não enxergamos qualquer situação, quer reportadas pelo Recorrente ou por nós apuradas, que conduzam a um entendimento contrário às decisões tomadas pela SIN.

## CONCLUSÃO

44. Em face do exposto, em relação a contestação que trata do **Exercício Irregular da Função de Administração de Carteira de Valores Mobiliários**, entendemos, na avaliação da relevância da conduta e da expressividade da lesão ao bem jurídico tutelado, que foi suficiente a emissão do Ofício de Alerta nº 46/2020/CVM/SIN/GAIN à IG4, comunicando a Gestora acerca da não conformidade do procedimento por ela adotado.

45. Quanto ao debate acerca da **Quebra de Deveres Fiduciários do Gestor e Administrador**, entendemos que o presente recurso não se enquadra nas hipóteses previstas no art. 4º, § 4º da Instrução CVM nº 607, tendo em vista que, no entendimento da SIN, as decisões anteriores foram tomadas com as devidas fundamentações, além de não estarem em desacordo com posicionamento prevaiente no Colegiado, motivo pelo qual sugerimos o envio do presente processo à apreciação do Colegiado da CVM, com proposta de manutenção da decisão e relatoria do caso por parte da SIN/DLIP.

Atenciosamente,

Marcelo Firmino dos Santos

Inspetor da Divisão de Fundos Listados e de Participações - DLIP.

De acordo. À SIN.

Nathalie de Andrade Araújo Matoso Vidual

Chefe da Divisão de Fundos Listados e de Participações - DLIP.

De acordo. À SGE.

Daniel Walter Maeda Bernardo

Superintendente de Relações com Investidores Institucionais - SIN.



Documento assinado eletronicamente por **Daniel Walter Maeda Bernardo, Superintendente**, em 29/11/2020, às 21:49, com fundamento no art. 6º, § 1º, do Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015.



Documento assinado eletronicamente por **Marcelo Firmino dos Santos, Inspetor**, em 30/11/2020, às 11:19, com fundamento no art. 6º, § 1º, do Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015.



Documento assinado eletronicamente por **Nathalie de Andrade Araujo Matoso Vidual, Chefe de Divisão**, em 07/12/2020, às 07:09, com fundamento no art. 6º, § 1º, do Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015.



A autenticidade do documento pode ser conferida no site [https://sei.cvm.gov.br/conferir\\_autenticidade](https://sei.cvm.gov.br/conferir_autenticidade), informando o código verificador **1145487** e o código CRC **F99DF989**.

*This document's authenticity can be verified by accessing [https://sei.cvm.gov.br/conferir\\_autenticidade](https://sei.cvm.gov.br/conferir_autenticidade), and typing the "Código Verificador" **1145487** and the "Código CRC" **F99DF989**.*