

Guilherme SETOGUTI J. Pereira

Gustavo Machado GONZALEZ

Otavio YAZBEK

Coordenação

CONTENCIOSO DOS FUNDOS DE INVESTIMENTO

BEATRIZ RIPOLL TOSTA • CAIO BRANDÃO • CARLOS ALBERTO DE MELLO
IGLESIAS • CAROLINA CURY • DANIEL DE AVILA VIO • FELIPE HANSZMANN
• FELIPE RONCO • FERNANDO DAL-RI MURCIA • FERNANDO KUYVEN
• FERNANDO MAGNO • GABRIEL SAAD KIK BUSCHINELLI • GABRIELA
CODORNIZ • GUILHERME SETOGUTI J. PEREIRA • GUILHERME VINSEIRO
MARTINS • GUSTAVO MACHADO GONZALEZ • JOSÉ ALEXANDRE TAVARES
GUERREIRO • LUCAS HERMETO • LUCIANA DIAS • MARCELO VIEIRA VON
ADAMEK • MARIA ABREU DE MOURA GUIDO • MÁRIO TAVERNARD MARTINS
DE CARVALHO • MAURICIO MOREIRA MENEZES • NATÁLIA TAVARES LIMA
GIANNASI • PABLO RENTERIA • PAULO VIEIRA
• RAFAEL BORTOLETTO SETTE • RODRIGO
REQUENA • RUBENS DE CAMARGO VIDIGAL
NETO • THAÍS VIEIRA LIMA • THALES CASTANHA

THOMSON REUTERS

**REVISTA DOS
TRIBUNAIS™**

14. Coinvestimento, *Rescue Financing* e a Disciplina dos Conflitos de Interesses em FIP

Luciana Dias

Introdução

Em meados de 2021, fui consultada por uma instituição, aqui designada como “Administrador-Gestor”, para emitir parecer jurídico sobre questões relacionadas a uma operação estruturada com o objetivo de captar recursos para remediar a crise financeira enfrentada pela Companhia, empresa operacional controlada pela *Holding* e investida indiretamente pelo FIC I-FIP I, um fundo de investimento em participações (“FIP”) gerido e administrado pelo Administrador-Gestor (“Operação”).

Diante de questionamentos feitos por cotistas do FIC I-FIP I, inclusive perante a Comissão de Valores Mobiliários (“CVM”), o Administrador-Gestor desejava obter minha opinião sobre a conformidade da estrutura da Operação às normas aplicáveis aos fundos e à jurisprudência da CVM, sobretudo em relação ao fato de a realização da Operação não ter sido submetida à prévia deliberação da assembleia geral dos cotistas (“Consulta”).

A Consulta que me foi apresentada pelo Administrador-Gestor demandava a análise de um tema que vem sendo cada vez mais debatido na prática da indústria brasileira de fundos de investimento: as regras relativas ao conflito de interesse entre os prestadores de serviços do fundo, de um lado, e os cotistas do veículo, de outro.

Em especial, responder à Consulta requeria a interpretação de dispositivos contidos na Instrução CVM nº 578, de 2016, norma então vigente aplicável aos FIP, que condicionam a realização de determinadas operações à prévia deliberação dos cotistas do fundo nas situações de potencial conflito de interesse. Tais comandos, ainda que presentes há algum tempo no ordenamento jurídico, ainda suscitam muitas dúvidas quanto ao seu alcance e, por isso, a resposta à Consulta perpassava o exame dos limites desses artigos, bem como o estudo dos poucos precedentes da CVM em que eles foram aplicados até o momento.

A propósito, embora o Parecer tenha sido elaborado quando da vigência do regime jurídico hoje revogado pela Resolução CVM nº 175, de 2022, acredito que a entrada em vigor do novo marco regulatório dos fundos de investimento e de seu Anexo Normativo IV, relativo aos FIP, não foram suficientes para superar a problemática da aplicação dos dispositivos relativos a conflito de interesses no contexto dos FIP, na medida em que o texto do novo arcabouço, nessa matéria, não traz quaisquer

alterações substanciais de conteúdo se comparado às normas que, até então, versaram sobre essa questão.

Paralelamente, dois aspectos fáticos da Consulta traziam complicações adicionais ao desafio jurídico acima mencionado. Primeiro, o fato de a Operação ter sido estruturada em um contexto de crise financeira da Companhia, acentuada pelos efeitos decorrentes da pandemia de Covid-19. A outra circunstância da Consulta que permeava a análise jurídica dos fatos diz respeito à estrutura do investimento na Companhia, formada por múltiplas camadas envolvendo uma empresa operacional, uma *holding* e mais de uma dezena de fundos de investimento e fundos de investimento em cotas.

Desse modo, considerando a complexidade fática e jurídica do caso – que trata de situação que provavelmente também foi enfrentada por outros fundos brasileiros de *private equity*¹ durante a recente crise sanitária – e a ainda relativa escassez de estudos jurídicos sobre as regras relativas ao funcionamento da indústria de fundos de investimento em geral e de FIP, em particular, espero que a publicação, em versão resumida e adaptada do Parecer possa contribuir com o crescente debate a respeito do tema do conflito de interesses no contexto dos fundos de investimento.

Para tratar dos pontos acima mencionados, este texto está dividido em 3 partes, além desta Introdução. A Seção 1 resume os fatos narrados na Consulta, enquanto a Seção 2 discute a estrutura de coinvestimento dos fundos geridos pelo Administrador-Gestor com o objetivo de demonstrar que, embora complexa, essa organização é típica em investimentos de *private equity* tanto no que diz respeito à participação do próprio gestor no investimento quanto no que diz respeito à constituição de novos veículos em diferentes rodadas de capitalização, em especial, em cenários de crise financeira. A Seção 3, por fim, analisa se o Administrador-Gestor estava em uma situação de conflito de interesses que, de alguma forma, impunha a obrigação de submeter a decisão de aprovação da Operação aos cotistas.

1. Fatos

Cotistas do FIC I-FIP I questionam a necessidade de aprovação da Operação em assembleia dos fundos que integram um conjunto de fundos de investimento em

1. O presente texto utiliza o termo “*private equity*” enquanto gênero, mas nomenclaturas diversas são utilizadas para tratar dessa estratégia a depender do estágio de desenvolvimento das companhias investidas ou do tipo de ativo a ser adquirido (participação ou títulos de dívida). Como exemplo, a expressão “*venture capital*” é utilizada para designar investimentos em negócios ainda em desenvolvimento; “*PIPE*” (*Private Investment in Public Equity*) se refere a investimentos em companhias já listadas em bolsa, mas com baixa liquidez; e “*distressed*” abrange investimentos em negócios em dificuldades financeiras, independentemente do estágio de desenvolvimento.

participações, todos geridos – e alguns deles também administrados – pelo Administrador-Gestor, que investem, direta ou indiretamente, na *Holding*, sociedade que detém mais de 95% do capital social da Companhia, uma sociedade anônima fechada operacional.

Desde antes da Operação, diversos fundos de investimento em participações coinvestem na Companhia, direta ou indiretamente. Mais precisamente, 5 fundos detinham 100% das ações da *Holding* (“FIP Investidores”). Em uma segunda camada de veículos, outros 6 fundos de investimento em cotas de fundos de investimento em participações – todos geridos pelo Administrador-Gestor – possuíam exposição indireta à *Holding* (FIC FIPs), entre eles o FICI-FIP I. Ademais, alguns desses veículos, direta ou indiretamente, agregavam recursos de sócios e pessoas ligadas ao Administrador-Gestor.

A Companhia enfrentava há alguns anos um desequilíbrio entre a geração de caixa operacional e suas dívidas, o que impulsionou a sua administração, com o acompanhamento do Administrador-Gestor, a buscar medidas para equacionar esse desalinhamento. Não obstante esses esforços, tais problemas foram agravados com o início da pandemia de Covid-19, que levou ao fechamento temporário de todos os empreendimentos da Companhia.

Apartir das análises efetuadas pelas assessorias financeira e jurídica, a administração da Companhia chegou à conclusão de que, entre as alternativas estudadas, a que oferecia as melhores perspectivas e maior possibilidade de recuperação dos investimentos pelos acionistas era a capitalização da Companhia via aumento de capital, desde que, além do levantamento de recursos, fosse também alcançado um ajuste das taxas de juros dos financiamentos contratados com bancos comerciais.

Diante dessas circunstâncias, a administração da Companhia e o Administrador-Gestor conceberam a Operação como um aumento de capital da *Holding* que teria por objetivo levantar recursos em tempo hábil para possibilitar a continuidade das operações da Companhia. Entre outras medidas, foi estruturada uma operação de aumento de capital propriamente dita (“Aumento de Capital”) e todos os recursos captados tiveram por destino viabilizar aportes adicionais na Companhia. Nesse sentido, foi oferecido aos FIP Investidores – ou seja, aos fundos com participação direta na *Holding* – o direito de preferência para acompanhar o Aumento de Capital, na proporção por eles detida no capital social daquela companhia.

O FIP I não pôde exercer o seu direito de preferência na qualidade de acionista da *Holding* porque não havia mais capital comprometido a ser chamado junto aos seus cotistas. Já os demais FIP Investidores tinham compromissos de investimentos não exauridos e, por isso, foram feitas novas chamadas de capital para o exercício dos seus respectivos direitos de preferência no Aumento de Capital da *Holding*.

Assim, por decisão do Administrador-Gestor, foi oferecida aos cotistas dos fundos com exposição indireta à *Holding* por meio de um novo veículo uma

mimetização do direito de preferência para viabilizar a participação desses cotistas no Aumento de Capital. Para tanto, foi apresentada aos cotistas daquele fundo a possibilidade de subscreverem cotas do novo veículo o qual subscreveria e integralizaria novas ações da *Holding* por meio do Aumento de Capital, nas mesmas condições oferecidas a todos os FIP Investidores. Com isso, buscava-se permitir que aqueles cotistas do FIP I pudessem, individualmente, decidir se desejavam evitar qualquer diluição de sua exposição à Companhia.

Em resumo, os cotistas dos fundos investidores do FIP I poderiam individualmente manifestar sua intenção de, por meio de um novo veículo: (i) manter sua participação indireta na Companhia nos mesmos patamares anteriores ao Aumento de Capital; (ii) aumentar sua participação indireta na Companhia, condicionado à existência de sobras; (iii) diminuir sua participação indireta na Companhia, subscrevendo parcialmente as cotas do novo veículo, com a consequente diluição parcial de sua participação; ou (iv) não realizar aportes no novo veículo, levando à diluição de sua participação indireta na Companhia.

O Aumento de Capital, mediante a emissão de ações da *Holding*, foi aprovado pelos FIP Investidores, cuja vontade foi exercida pelo Administrador-Gestor. As novas ações emitidas pela *Holding* foram totalmente subscritas pelos FIP Investidores e pelo novo veículo. Essa operação foi deliberada no âmbito de AGE da *Holding*, na qual o Administrador-Gestor votou em nome dos FIP Investidores. O preço por ação foi o mesmo para todas as ações emitidas por conta do Aumento de Capital.

Como resultado da Operação, a *Holding* levantou os recursos que precisava majoritariamente junto aos antigos cotistas que voluntariamente aderiram à Operação. Paralelamente, a dívida com o principal credor da Companhia foi renegociada e teve como condição precedente o compromisso de novo aporte na Companhia, a qual foi cumprida por meio da Operação.

2. Coinvestimento

Ao tratar dos investimentos de *private equity*, não se pode perder de vista que em sua estrutura há, pelo menos, duas entidades jurídicas distintas que não se confundem: (i) o FIP propriamente dito; e (ii) a sociedade investida por aquele veículo.

Essas entidades são regidas por normas específicas e possuem instâncias de decisão distintas. Assim, de um lado, estarão os órgãos de governança das sociedades investidas, notadamente, conselho de administração, diretoria e assembleia geral de acionistas, todos com competência para determinados atos conforme disposto na legislação e em seus documentos constitutivos. De outro lado, há o FIP, o seu gestor e a assembleia geral

de cotistas, cuja competência também é estabelecida pela regulamentação aplicável e por seus instrumentos contratuais, como o regulamento.

Compreender essa divisão de atribuições é relevante para não se esquecer de que, embora seja uma obrigação do gestor do FIP utilizar os instrumentos à sua disposição para colocar em prática sua visão em relação ao negócio da investida, esta não é diretamente administrada pelo gestor do fundo, mas, sim, por seus diretores e conselheiros. O FIP é um sócio da investida e, na qualidade de seu representante, o gestor do fundo exerce os direitos políticos e deve observar os limites e as responsabilidades atribuídos ao fundo nessa posição.²

Por isso, ainda que possa haver pessoas em comum nas duas entidades ou que alguns dos administradores da sociedade investida tenham sido selecionados ou indicados pelo FIP, é preciso respeitar a competência de cada órgão e analisar se, sob a perspectiva dos diplomas legais e regulamentares aplicáveis a cada veículo, bem como dos respectivos estatutos e regulamentos, esses indivíduos e órgãos agiram dentro dos limites de competência e cumpriram com seus deveres e responsabilidades.

No caso específico, dois aspectos do investimento na Companhia chamam a atenção: o primeiro é o fato de que sócios e pessoas ligadas ao Administrador-Gestor detêm participação indireta na Companhia por meio de cinco veículos; e o segundo é o fato de o Administrador-Gestor ser gestor de diversos fundos que coinvestiram na Companhia antes ou por meio da Operação.

Ambos os aspectos merecem uma análise mais aprofundada porque, embora comuns na indústria de *private equity*, eles criam uma estrutura organizacional complexa que pode suscitar desalinhamentos de interesses, notadamente, em contextos de crise financeira das sociedades investidas como os que levaram à Operação. Passo então a tratar de cada um desses elementos.

a) *Coinvestimento pelo gestor na indústria de private equity*

A expressão “coinvestimento” é genericamente usada no mercado de *private equity* em cenários em que a participação na sociedade investida não é limitada à participação direta ou indireta de apenas um veículo de investimento.

No entanto, tal como reconhecido pela *Institutional Limited Partners Association* – ILPA, instituição norte-americana que congrega mais de 500 investidores institucionais, o termo “coinvestimento” é tipicamente utilizado, em sua acepção mais comum, para tratar das situações em que o gestor de *private equity* se compromete a aportar recursos

2. Cf. arts. 115 e 116, parágrafo único, da Lei nº 6.404, de 1976.

próprios em empreendimento no qual também aportará recurso de investidores.³ Com isso, o gestor assume parte do risco do negócio e se coloca numa posição semelhante à posição dos investidores dos quais arrecadou recursos.

Essa prática é um dos mais consolidados mecanismos para promover o alinhamento de interesses entre o gestor de recursos e os demais investidores, razão pela qual pode ser uma exigência negociada entre investidores e gestores e, em certos casos, refletida nos documentos do fundo.

Nesse sentido, em relatório preparado em 2009, a *International Organization of Securities Commission – IOSCO* já reconheceu que “[c]o-investment by the private equity firm (or its affiliates) alongside the fund is seen as a positive and motivating factor in aligning the interests of the firm/its staff with fund investors”.⁴ Entendimento semelhante já foi manifestado pela ILPA e, em âmbito nacional, pela Associação Brasileira de *Private Equity* e *Venture Capital* – ABVCAP.⁵

O coinvestimento por parte do gestor e pessoas a ele ligadas é largamente adotado no Brasil. Embora estudos recentes demonstrem que ainda é pequeno o número de fundos cujos regulamentos exigem a realização de um coinvestimento pelo gestor, essas pesquisas alertam para o fato de que, na prática, o comprometimento de recursos próprios pelo gestor ocorre independentemente de previsão nos documentos do fundo.⁶

3. Em sua carta de princípios aplicáveis à indústria de *private equity*, a ILPA definiu “co-investment” como “[t]he syndication of a private equity financing round or an investment by individuals (usually general partners) alongside a private equity fund in a financing round. Two or more investors in a given transaction. Also known as syndication” (cf. ILPA. *ILPA Principles 3.0: Fostering Transparency, Governance and Alignment of Interests for General and Limited Partners*, 2019, p. 41. Disponível em: <<https://ilpa.org/ilpa-principles/>>. Acesso em: 21 de agosto de 2023. O aumento da frequência dos diversos tipos de operações dessa natureza foi, inclusive, um dos aspectos considerados por essa instituição para a revisão dessa carta de princípios em 2019.
4. Cf. IOSCO. *Private Equity and Conflicts of Interest*, novembro de 2009, p. 16. Disponível em: <<https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD309.pdf>>. Acesso em: 21 de agosto de 2023.
5. Em estudo divulgado em maio de 2021 pela ABVCAP em conjunto com o Insper e com a Spectra Investments, o qual adotou como parâmetro de boas práticas as recomendações divulgadas pela ILPA, tais instituições afirmaram o seguinte: “[s]egundo a ILPA, o gestor deveria contribuir com uma parcela substancial do capital do fundo através de participação em equity e não por waiver de taxas de administração ou gestão, conforme o caso. Esta seria uma das principais formas de alinhamento entre gestor e investidor, além da taxa de performance”, cf. *Termos e Condições dos Regulamentos de Fundos de Private Equity e Venture Capital Brasileiros*, maio de 2021, p. 17. Disponível em: <<https://www.abvcap.com.br/Download/Estudos/4995.pdf>>. Acesso em: 21 de agosto de 2023.
6. De acordo com o estudo promovido pela ABVCAP, pelo Insper e pela Spectra Investments e que analisou os documentos de 148 fundos de investimento em participações e fundos de investimento em empresas emergentes registrados junto à CVM entre 1996 e 2019, “[a]penas 10% dos fundos

Nesse sentido, um levantamento da ABVCAP revela que, entre os anos de 2015 e 2019, a porcentagem de recursos dos gestores em relação ao total de recursos comprometidos com a indústria de *private equity* no Brasil variou entre 7% e 13%. Quando considerados exclusivamente os recursos captados pelos gestores nacionais, como é o caso do Administrador-Gestor, esse percentual variou entre 15% e 19% no mesmo período.⁷

As informações acima são importantes por dois motivos. Primeiro, porque elas demonstram que o coinvestimento entre investidores e gestores é um instrumento amplamente utilizado pela indústria de *private equity* para promover o alinhamento de interesses entre esses agentes. Em segundo lugar, porque deixa claro que se trata de uma boa prática reconhecida por organizações nacionais, estrangeiras e multilaterais.

Na esfera regulatória brasileira, a Superintendência de Supervisão de Investidores Institucionais (“SIN”), área técnica da CVM responsável pela supervisão dos fundos de investimento e seus prestadores de serviço, também já reconheceu que o coinvestimento entre gestor e cotistas não cria conflitos, mas, na realidade, alinha interesses, e é prática comum na indústria de *private equity*.

No Processo CVM nº 19957.001514/2019-20, analisado pelo Colegiado da CVM em 15.12.2020, ao tratar da cessão dos direitos de aquisição das cotas de um FIP à sociedade ligada à gestora em razão de um acordo de coinvestimento, a área técnica se manifestou nos seguintes termos: “(...) 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.”⁸

Uma das premissas para que haja o alinhamento de interesses nas operações ora discutidas é que seja conferido tratamento equânime aos investidores e aos gestores quando da realização de investimentos em um mesmo ativo. Em especial, a IOSCO

analisados apresentam no regulamento este tipo de política [isto é, a exigência de contribuição de recursos pelo gestor de *private equity*] e o comprometimento médio dos gestores é de 9,65%, sendo que 5% é o comprometimento mais comum. É provável que a maioria dos fundos tenha este comprometimento mas não o mencionam no regulamento”, cf. *Ibid.*, p. 17.

7. Cf. ABVCAP – Associação Brasileira de Private Equity e Venture Capital; KPMG Consultoria Ltda. *Consolidação de Dados 2020 – Indústria de Private Equity e Venture Capital no Brasil (Anos Base: 2011-2019)*, 2020, pp. 15-16. Disponível em: <<https://www.abvcap.com.br/Download/Estudos/4494.pdf>>. Acesso em: 21 de agosto de 2023.
8. Cf. Memorando nº 8/2020-CVM/SIN/DLIP, de 26.11.2020, p. 6 Disponível em: <http://conteudo.cvm.gov.br/decisoes/2020/20201215_R1/20201215_D2016.html>. Acesso em: 21 de agosto de 2023.

alerta para o fato de que, embora seja considerado uma boa prática, o coinvestimento pelo gestor pode gerar conflitos quando esse tratamento igualitário não for observado, citando como exemplos as situações em que o gestor pode escolher em que ativos coinvestir ou quando o gestor dispõe de termos de investimento mais benéficos que os do investidor.⁹

Retomando os fatos da Consulta, é importante notar, primeiro, que o coinvestimento do Administrador-Gestor nos ativos investidos pelo FIC I-FIP I e pelo FIP I era expressamente previsto no regulamento de cada um desses fundos, que autorizavam o Administrador-Gestor, a seu exclusivo critério, a compor os recursos investidos nesses veículos com recursos de outros investidores, incluindo outros fundos de investimento administrados e/ou geridos pelo Administrador-Gestor ou por partes a ele ligadas.

A estrutura de investimento na Companhia verificada previamente à Operação revela ainda que, mesmo antes do Aumento de Capital, pessoas ligadas ao Administrador-Gestor já haviam aportado recursos paralelamente aos demais investidores, participando do risco do negócio. E isso significa que essas pessoas foram chamadas a participar da Operação porque já possuíam exposição à Companhia.

Em segundo lugar, não foram conferidas ao Administrador-Gestor ou a pessoas a ele ligadas quaisquer condições mais benéficas do que aquelas conferidas aos demais investidores. Pelo contrário, tanto os investidores ligados ao Administrador-Gestor quanto os demais investidores dispuseram de oportunidades idênticas para a preservação de suas respectivas participações indiretas na *Holding* e na Companhia.

Em especial, os potenciais riscos de desalinhamento de interesses entre o gestor e os demais investidores com exposição à Companhia foram afastados concretamente por meio: (i) da atribuição de preço idêntico às novas ações emitidas pela *Holding* no Aumento de Capital; (ii) da atribuição do direito de preferência a cada um dos FIP Investidores para a participação do Aumento de Capital *pro rata*; e (iii) no caso dos cotistas dos FIP I, em que já não havia mais chamadas de capital disponíveis, da extensão

9. Vale transcrever “[c]o-investment by the private equity firm (or its affiliates) alongside the fund is seen as a positive and motivating factor in aligning the interests of the firm/its staff with fund investors. However, conflicts of interest can occur if the private equity firm is permitted to invest on a deal-by-deal basis and/or on different terms to those offered to fund investors. For example, where the amount of capital being invested is altered based on the merits of a particular transaction (so called cherry picking), or where the manager or its affiliates are offered preferential terms of investment, such as sweet equity or loan finance.

Mitigating factors: Typically, private equity fund contractual terms will stipulate the basis under which the fund manager and/or its staff are required to co-invest alongside the fund. Generally, such terms will require a 2-5% *pro rata* participation by the firm which must invest in all deals *pari passu* with fund investors.” Cf. IOSCO. Ob. cit., p. 16.

do direito de preferência à manutenção de suas participações indiretas individuais na Companhia, por meio de um novo veículo.

b) *Coinvestimento e operações de rescue financing*

Outra acepção da expressão “coinvestimento” na indústria de *private equity* abrange investimentos feitos em um mesmo ativo por diferentes investidores, seja por meio do mesmo veículo de investimento, seja por meio de veículos diversos.

As discussões sobre as estratégias de coinvestimento nessa acepção não são novas. Pelo contrário, há bastante tempo os participantes da indústria se debruçam sobre os cuidados que devem ser tomados pelos gestores quando criam veículos novos com estratégias similares. O ponto central dessa discussão é a preocupação dos investidores com a possibilidade de criação de fundos com estratégias concorrentes, que dispersem a atenção e a dedicação do gestor.¹⁰ Outra preocupação frequente diz respeito a como fundos antigos e fundos novos devem ser tratados quando investem no mesmo ativo e quais cuidados devem ser tomados a fim de se evitar a diluição injustificada dos investidores do primeiro fundo.

Esse debate ganha ainda mais cor no contexto das operações de *rescue financing*, em que a participação de um novo veículo se faz premente, tendo em vista que, de um lado, novos investimentos são necessários para recuperar uma empresa que já é parte do portfólio de um gestor e passa por um momento de crise, mas, de outro lado, já se esgotaram as possibilidades de realização de chamadas de capital pelo gestor junto a fundos antigos ou, ainda, quando o valor comprometido nesses fundos é insuficiente para atender a demanda da investida.

Com base em informações relativas ao comportamento da indústria de *private equity*, sobretudo em cenários de estresse motivados por crises econômicas globais como as de 2008 e de 2020, é possível observar que as alternativas vislumbradas para a recuperação das companhias investidas contemplam, com frequência, a injeção de novos recursos pelos próprios gestores de *private equity* (seja por meio da aquisição de instrumentos de dívida, seja por meio da aquisição de participação direta ou indireta

10. A necessidade de atenção a esse ponto é indicada pela doutrina desde a década de 1990 (cf. SAHLMAN, W. A. *The structure and governance of venture-capital organizations*. Journal of Financial Economics, v. 27, dezembro de 1990, pp. 492/493). No mercado brasileiro, recente estudo revelou que apenas 15% dos FIP possuem cláusulas regulando o assunto (cf. ABVCAP, Insper, Spectra Investments. Ob. cit., p. 17).

nas investidas) e a captação de recursos adicionais por meio de novos veículos de investimento.¹¹

Um relatório divulgado em agosto de 2020 pela *International Finance Corporation* – IFC, entidade vinculada ao Banco Mundial, expôs as dificuldades enfrentadas por fundos de *private equity* em mercados emergentes, incluindo o Brasil, como resultado da pandemia de Covid-19. As informações obtidas pelo IFC revelam que, quando disponível, o valor comprometido pelos investidores foi utilizado para fins de recuperação das investidas. Por outro lado, nos casos em que os fundos de *private equity* não contavam com recursos disponíveis para a realização de aportes adicionais nas investidas, os gestores desses fundos passaram a recorrer a operações de dívida ou a coinvestimento.¹²

Outro estudo conduzido entre julho e agosto de 2020 com representantes de 214 gestores de *private equity* de diversos países apontou que parcela significativa das companhias constantes de seus portfólios necessitou de recursos adicionais. A medida mais comum adotada por essas companhias foi a busca por linhas de crédito, em especial por aquelas empresas afetadas pela pandemia somente de forma leve.¹³

11. Nesse sentido, vide: NORTON, R. A. *Types of Rescue Capital PE Sponsors Can Pursue to Help Their Portfolio Companies Survive the Pandemic*. Private Equity Law Report, 9.6.2020. Disponível em: <<https://www.pelawreport.com/6910986/types-of-rescue-capital-pe-sponsors-can-pursue-to-help-their-portfolio-companies-survive-the-pandemic-part-one-of-two.html>>. Acesso em: 21 de agosto de 2023; e EY. *PE Pulse: Quarterly insights and Intelligence on PE trends*, abril de 2020, p. 7. Disponível em: <https://www.ey.com/en_gl/private-equity/how-private-equity-is-responding-to-covid-19>. Acesso em: 21 de agosto de 2023.

12. “FMs’ short-term priority is to ensure the survival of portfolio companies by providing them with hands-on operational support and working capital. Discussions with FMs across the IFC portfolio indicate that FMs are currently involved in portfolio management activities to understand the implications of the crisis on investees in terms of liquidity management, cost and revenues, and business continuity along the supply chain. Government support to companies that are experiencing temporary difficulties (for example, through access to loan programs, as seen in developed countries) is often unavailable in emerging markets, hence FMs are stepping in and providing capital to portfolio companies. Interviews conducted by IFC with market participants indicate that, where dry powder is available, this cash can be used by FMs to shore up investees. In cases where FMs are constrained in the support they can provide to investees by capital allocation limits, other types of funding are required, including debt and co-investments with LPs. This approach to shoring up investees is consistent with that taken by the FMs that successfully emerged from the Global Financial Crisis, during which they tended to take a more cautious approach and focused on shoring up existing assets”, cf. IFC. *Impacts of the COVID-19 Crisis on Private Equity Funds in Emerging Markets*, agosto 2020, p. 5. Disponível em: <https://www.ifc.org/wps/wcm/connect/publications_ext_content/ifc_external_publication_site/publications_listing_page/covid-19-impact-funds-emerging-markets>. Acesso em: 21 de agosto de 2023.

13. Cf. GOMPERS, P. A.; KAPLAN, S. N., MUKHARLYAMOV, V. *Private Equity and COVID-19*. NBER Working Paper No. 27889, October 2020, p. 14.

O mesmo estudo demonstrou que a captação de novos recursos por meio de *equity* foi especialmente comum nas investidas severamente afetadas pela pandemia de Covid-19, sendo que, em relação a mais de um terço dessas companhias, os gestores tiveram que promover esforços para essas captações. Ao tratar da origem dos novos recursos, a pesquisa demonstrou que as companhias severamente afetadas pela pandemia já haviam recebido investimentos dos seus investidores atuais (35,7%), de terceiros (12,7%) ou de outros fundos constituídos pelo mesmo gestor (2,5%).¹⁴

Os números acima são relevantes para demonstrar que, tal como nos fatos expostos pelo Administrador-Gestor, a busca por recursos adicionais foi uma realidade em escala global ao longo de 2020 e que, diante de fatos como aqueles relatados na Consulta (incluindo a insuficiência de outros mecanismos), alternativas de coinvestimento são consideradas e, frequentemente, adotadas pela indústria de *private equity*.

A inquestionável necessidade de recursos, no entanto, não legitima um possível tratamento mais favorável do próprio gestor ou dos participantes de uma nova rodada de investimentos em detrimento dos investidores já expostos à companhia investida, nem eventual diluição injustificada desses últimos. Nesse sentido, é preciso encontrar mecanismos para que os investidores já expostos à companhia em crise e os novos investidores sejam tratados de maneira equânime.

As normas e demais orientações editadas pela CVM com relação aos fundos de investimento não tratam especificamente das soluções buscadas pelo gestor de *private equity* para a recuperação das companhias investidas em um cenário de crise. No entanto, em relatório publicado em novembro de 2009 – isto é, na esteira da crise do *subprime* –, a IOSCO abordou expressamente a possibilidade de um mesmo gestor buscar recursos adicionais a fim de recuperar companhias integrantes de seu portfólio e o risco de diluição dos investidores que ingressaram primeiro naquelas companhias.

Nesse documento, a IOSCO esclareceu que a melhor forma de mitigar o conflito entre investidores de diferentes rodadas de investimento corresponde à negociação entre investidores dos fundos de *private equity* e gestores para que, nos instrumentos contratuais do veículo, conste a obrigação de que operações de *rescue financing* sejam previamente submetidas à decisão dos primeiros, por meio da atribuição de direito de preferência a esses investidores para participar da operação *pro rata*. Com isso, a IOSCO, de um lado, reconhece que a submissão dessa matéria aos coristas não é obrigatória, mas deve ser considerada no arranjo contratual que rege o veículo, de outro, que o principal intuito dessa recomendação é que seja

14. Ibid., p. 15.

assegurada aos antigos investidores a preferência para participar da nova captação de maneira proporcional à exposição já detida na companhia objeto dos aportes.¹⁵

Em outras palavras, a IOSCO reconhece que o gestor pode se ver em uma situação em que, mesmo para atuar no melhor interesse dos investidores já existentes, ele precisa buscar novos recursos para a recuperação do negócio, diluindo aqueles primeiros investidores. A forma recomendada pela IOSCO para a mitigação do conflito entre antigos investidores e novos investidores consiste, em última instância, em assegurar aos primeiros a oportunidade de participar proporcionalmente do novo investimento e, assim, manter intacta sua exposição econômica à companhia em questão se estiverem dispostos a aportar novos recursos.

A literatura especializada da indústria de fundos confirma não apenas que a utilização de um novo veículo anexo à estrutura de investimento original é comum em operações de *rescue financing*, mas também que a possibilidade de os investidores precedentes subscreverem cotas desse novo veículo mitiga eventuais conflitos entre cotistas antigos e entrantes.¹⁶

15. *“Rescue Financing. As a result of the recent financial crisis, many portfolio companies are requiring additional capital to fund their operations and/or refinance indebtedness. Accordingly, many private equity funds lack sufficient un-drawn capital commitments and reserves to fully fund the business plans of these portfolio companies. In order to secure additional funds, some fund managers are seeking additional commitments from existing or third party investors on preferred terms senior to existing investors. Those investors who do not participate can face significant dilution of their investment. These rescue financings present significant conflicts as they may skew the alignment of incentives between those investors which were invited to participate in such offerings against the interests of those investors which were not presented with the same investment opportunity.*

Mitigating factors: The main mitigant against such practice is for investors to specifically negotiate super-majority approvals for such rescue financings, to require that any rescue financing be first offered pro rata to existing fund investors.” Cf. IOSCO. Ob. cit., pp. 21-22.

16. *“The 2008/2009 recession forced private equity funds into longer than anticipated holding periods for portfolio companies and created capital shortages for many of these companies. This was especially true for struggling companies that required add-ons or operational improvements prior to a sale of the company by the private equity fund. In an effort to resolve the shortage of capital, private equity firms created annex funds. Annex funds usually take the form of a new parallel investment vehicle to an existing fund and limited partners (LPs) are given the opportunity to participate in the fund. Annex funds usually have a narrow investment mandate, with funds earmarked for well-defined purposes, such as follow-on investments in current portfolio companies, which are often specifically designated. Dilution is a significant concern for the original LPs when they are approached with an annex fund initiative. This is because the annex fund may bring in new investors who may be able to invest in portfolio companies at a lower price than the original LPs. In addition, fees and other terms related to the annex fund are often more favorable. Of course, if original LPs invest in the annex fund, these concerns are mitigated. However, some may not want to increase their exposure to a portfolio company. Without an annex fund, a portfolio company may not be able to exit in a timely way, delaying returns to the original LPs. Because of this, in spite of their concerns, LPs are usually*

No contexto brasileiro, é bastante frequente a existência de permissão expressa em regulamento para coinvestimentos entre um FIP e seus próprios cotistas, sobretudo, quando o capital comprometido daquele fundo já tiver sido completamente chamado. Um estudo que analisou 148 fundos brasileiros de *private equity* entre 1996 e 2019 revelou que 73% dos regulamentos da amostra continham essa previsão. Entre esses fundos, 79% atribuíam ao gestor a prerrogativa para a condução da operação, sem necessidade de submissão da deliberação aos cotistas ou a comitê de investimento.¹⁷

Neste ponto, é oportuno retomar os fatos relativos à Operação. Os regulamentos do FIC I-FIP I e do FIP I autorizavam expressamente o Administrador-Gestor a recorrer a diferentes alternativas de coinvestimento, podendo investir recursos próprios ou compor os recursos desses fundos com os de outros veículos por ele administrados ou geridos para investir nos mesmos ativos.

Além disso, a Operação reflete em larga medida o que se verifica na prática da indústria de *private equity* em âmbito nacional e internacional. Em outras palavras, o Administrador-Gestor adotou a principal medida recomendada pela IOSCO para situações idênticas à que ora se discute com o objetivo de assegurar o tratamento equânime aos antigos cotistas do FIP I e os investidores que estivessem aptos a participar de uma operação considerada, pela Companhia e pelo Administrador-Gestor, essencial para a recuperação da companhia. O Administrador-Gestor buscou conferir a todos esses investidores a oportunidade de participar nos mesmos termos da nova rodada de investimentos, ainda que, no caso do FIP I, não houvesse qualquer obrigação e já não houvesse mais capital comprometido a ser chamado.

De fato, por meio do novo veículo, o Administrador-Gestor assegurou a todos os cotistas dos fundos investidores do FIP I – entre eles, o FIC I-FIP I – o direito de preferência para manter intactas as suas respectivas exposições econômicas à Companhia, podendo participar do Aumento de Capital em igualdade de condições em relação aos cotistas dos demais fundos que, mesmo antes da Operação, já eram coinvestidores indiretos da companhia (incluindo pessoas ligadas ao gestor) e, se houvesse sobras, em relação a quaisquer novos investidores.

supportive of annex funds.” Cf. STOWELL, David. *Investment Banks, Hedge Funds, and Private Equity*. Londres: Elsevier, 2018, p. 438.

17. Cf. ABVCA, do Insper e da Spectra Investments. Ob. cit., p. 12.

3. O tratamento de conflito de interesses na regulamentação de FIP

Os cotistas do FIC I-FIP I questionam se o Gestor-Administrador poderia ter tomado a decisão de participar do Aumento de Capital sem submetê-la diretamente a eles. Para tratar desse ponto, é importante lembrar desde o início que, ao menos em tese, aqueles que decidem aportar recursos em fundos de investimento não querem gerir o seu próprio patrimônio, preferindo delegar essa tarefa a pessoas especializadas nessa atividade, seja por ausência de conhecimento e vocação desses investidores, seja porque eles acreditam que um gestor profissional está mais apto a investir em determinados segmentos econômicos ou modalidades de investimento. Ao subscreverem ou adquirirem cotas de um fundo, portanto, os investidores transferem ao gestor o poder de decidir como seus recursos serão alocados.

Isso não é diferente no caso dos fundos de investimento em participação. Ao contrário, ainda que apliquem diretamente seus recursos em outras classes de ativos, muitos investidores qualificados ou profissionais investem em FIP justamente porque buscam delegar a terceiros a gestão da parcela de seus patrimônios destinada a investimentos em *private equity*.

Isso acontece por se tratar de modalidade de investimento que visa a auferir lucros, no médio e longo prazo, por meio do aporte de recursos financeiros e não financeiros em empresas com alto potencial de crescimento ou recuperação. Esses recursos não financeiros são, por exemplo, experiência, reputação, tecnologia, técnicas de gestão, rede de contatos comerciais ou outros bens não financeiros que possam viabilizar ou potencializar a capacidade de crescimento da investida. É precisamente essa capacidade de realizar uma contribuição que vai além do mero aporte de dinheiro que torna o gestor de *private equity* diferente de outros tipos de gestores e, de alguma forma, um protagonista se comparado aos demais prestadores de serviço dos FIPs.¹⁸ Em outras palavras, uma das características mais importantes do FIP, veículo por meio do qual a maior parte da indústria de *private equity* se desenvolve no Brasil, é o foco no desenvolvimento dos negócios da investida por meio de participação na sua gestão.

Refletindo esse modelo de negócios, o regulador tornou a influência do gestor do FIP na definição da estratégia e na gestão das empresas investidas uma obrigação regulatória,¹⁹ que é, em geral, cumprida pela participação de membros da equipe do gestor

18. Esse protagonismo justificou, por exemplo, a não obrigação de inclusão de cláusula de solidariedade entre o administrador e o gestor na Instrução CVM nº 578, de 2016. Cf. Relatório da Audiência Pública SDM nº 5/2015, p. 57. Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/audiencias_publicas/ap_sdm/2015/sdm0515.html>. Acesso em: 21 de agosto de 2023.

19. Essa obrigação, prevista no art. 5º da Instrução CVM nº 578, de 2016, somente não se impõe nas situações taxativamente determinadas no art. 6º, parágrafo único, e art. 7º da mencionada

ou pessoas por ele indicadas no conselho de administração das sociedades investidas e pela participação no processo de seleção dos principais executivos dessas empresas.²⁰

Como em qualquer estrutura em que o poder de gerir os recursos financeiros é transferido para terceiros que não os detêm, os chamados problemas de agência são inerentes à indústria de fundos de investimento e o regulador adotou uma série de estratégias para mitigar os riscos relacionados a esses problemas.

De um lado, o regime aplicável aos administradores de carteiras de valores mobiliários e aos fundos de investimento impõe aos administradores e gestores padrões de conduta e deveres fiduciários próprios.²¹ De outro, tais normas estabelecem um regime informacional que assegura aos investidores informações para monitorar a atuação daqueles a quem confiaram seus investimentos.

Não obstante essas estratégias, a CVM também reconheceu que merecem ser levadas à apreciação dos cotistas determinadas decisões que mudam as características essenciais desses veículos²² ou, em alguns tipos de fundos, operações que, embora muitas vezes sejam legítimas e desejadas pelos investidores, envolvem conflitos entre os interesses do fundo e dos seus prestadores de serviço. No entanto, essa técnica regulatória de chamar o cotista para decidir sobre operações do fundo é usada com bastante parcimônia pelo regulador. Isso porque, como explicado acima, fundos de investimento são instrumentos que, por definição e função, prestam-se a delegar a um gestor profissional, dentro de um mandato estabelecido no regulamento, as decisões de investimento e desinvestimento em nome dos cotistas.

Exceto pelos casos em que a regulamentação entendeu ser conveniente envolver diretamente os cotistas no processo de deliberação (como nas situações de conflito de interesses) ou quando o regulamento do fundo disponha de forma diversa, é prerrogativa e responsabilidade exclusivas do gestor decidir sobre a alocação dos recursos do fundo, o monitoramento dos ativos e o desinvestimento.²³

norma. Esses dispositivos correspondem aos arts. 5º, § 1º, 6º e 7º, do Anexo Normativo IV, da Resolução CVM nº 175, de 2022.

20. Cf. GVcepe. *A indústria de Private Equity e Venture Capital – 2º Censo Brasileiro*, 2011, p. 184. Disponível em: <<https://bibliotecadigital.fgv.br/dspace/handle/10438/8419>>. Acesso em: 21 de agosto de 2023.
21. Cf. art. 16, I, da Instrução CVM nº 558, de 2015, hoje substituída pela Resolução CVM nº 21, de 2021.
22. Nesse sentido, vide as competências privativas da assembleia geral de cotistas elencadas no art. 24 da Instrução CVM nº 578, de 2016, e no art. 66 da Instrução CVM nº 555, de 2014. Esses dispositivos correspondem ao art. 70 da Resolução CVM nº 175, de 2022, e ao art. 21 do Anexo Normativo IV.
23. Quanto à autonomia do gestor de um fundo de *private equity* com relação aos investimentos do veículo, cumpre fazer referência à decisão tomada no âmbito Processo CVM nº RJ 2001/1857, Rel. Dir. Norma Parente, j. em 8.5.2001. Nesse precedente, a Relatora frisou que: “11. O administrador

Essas afirmativas não são enfraquecidas ou relativizadas pelo fato de determinado fundo ser destinado exclusivamente a investidores qualificados ou profissionais,²⁴ exceto quando tais investidores asseguram contratualmente mecanismos que viabilizem a sua influência sobre a gestão do fundo em que participam.

Em outras palavras, caso os cotistas queiram assumir um papel mais proeminente com relação à gestão da carteira do fundo, é necessário que sejam adotados mecanismos formais permitidos pela regulamentação, como a constituição de comitês de investimento, bastante comuns em FIP.

Assim, o gestor de um fundo de investimentos tem a prerrogativa e a responsabilidade de decidir sobre a alocação dos recursos do fundo, incluindo o melhor momento do investimento e desinvestimento. No entanto, em alguns tipos de fundo, essa atuação isolada do gestor é afastada pela regulamentação quando se está diante de uma operação que contrapõe interesses do fundo e seus cotistas, de um lado, e de prestadores de serviço do fundo, de outro lado. Como regra geral, a CVM não impediu a realização dessas transações, mas impôs como condição a observância de ritos específicos para a sua aprovação.²⁵

No caso dos FIP, a Instrução CVM nº 578, de 2016, exige que a decisão sobre a realização de operações em que exista um potencial conflito entre os interesses do

está autorizado a praticar todos os atos de interesse do fundo, desde que obviamente observe as limitações legais e as previstas na Instrução CVM nº 302/99, por força do contido no artigo 50 que dispõe: (...) 12. Esse dispositivo está, aliás, em consonância com a filosofia de constituição dos fundos de investimento, cujas aplicações e decisões não podem ficar ao sabor dos quotistas. De fato, o administrador dispõe efetivamente de plenos poderes para gerir o fundo, restando aos quotistas insatisfeitos o direito de destituí-lo, mas jamais de lhe dizer como administrar”. Corroborando esse raciocínio, o Diretor Marcelo Trindade, na mesma oportunidade, destacou o seguinte: “[q]uem quer que queira conservar com exclusividade o poder de controle em uma companhia deve fazê-lo através do veículo apropriado, que não é um fundo de investimento. Neste, o papel do administrador é fundamental, e nos fundos de participação (private equity) ainda maior. O administrador, nesta espécie de fundo, normalmente receberá gorda remuneração quando do desinvestimento, e em razão disto é que se reserva tantos poderes na gestão e deliberação do fundo”.

24. A respeito desse assunto, vale fazer referência à discussão travada no Processo Administrativo CVM nº 19957.005558/2020-62, decidido em 29.9.2020, no âmbito do qual o Colegiado tratou de pedido formulado para permitir a adoção de mecanismo alternativo para aprovação de situações de potencial conflito de interesses nos termos da Instrução CVM nº 578, de 2016.
25. Nesse sentido, cabe ressaltar que os mecanismos propostos pela CVM para tratar de situações de conflitos de interesses variam de acordo com o tipo de fundo. O Colegiado da CVM já confirmou o entendimento de que, no caso dos fundos de investimento sujeitos a regimes específicos (como é o caso dos FIP), as regras especiais previstas nesses regimes prevalecem sobre as regras gerais previstas nas instruções que tratam das atividades de administração de carteira de valores mobiliários. Nesse sentido, vide declaração de voto do então Diretor Otavio Yazbek no âmbito dos Processos Administrativos CVM nº RJ 2012/13220 e RJ 2012/15177, j. 6.8.2013.

fundo e o interesse de um de seus prestadores de serviço – incluindo decisões de investimento e desinvestimento – seja transferida para a deliberação direta dos cotistas, em sede assemblear. Essa mesma lógica também é adotada pelo Anexo Normativo IV da Resolução CVM nº 175, de 2022, que substituiu referida Instrução.

Busca-se, com isso, que a participação direta dos cotistas confira legitimidade a uma operação na qual a independência dos prestadores de serviço possa estar maculada por um interesse alheio ao do fundo.

A Instrução CVM nº 578, de 2016, valeu-se dessa técnica regulatória em dois comandos – no art. 44 e no inciso XII do art. 24. Esses dispositivos correspondem aos arts. 21, II, e 27 do Anexo Normativo IV da Resolução CVM nº 175, de 2022. No primeiro, a norma previu expressa e taxativamente casos em que, exceto mediante aprovação dos cotistas reunidos em assembleia geral, é vedada a realização de determinadas operações em nome do FIP. No segundo, há uma regra aberta, cuja aplicação exige uma avaliação do potencial conflito em cada caso concreto.

i) Regra taxativa

O art. 44 da Instrução CVM nº 578, de 2016 (e o art. 27 do Anexo Normativo IV da Resolução CVM nº 175, de 2022), elencam, de forma taxativa, três conjuntos de operações nas quais a hipótese de conflito de interesses é presumida e, por isso, sua execução é vedada, exceto quando há prévia aprovação em assembleia geral.

O primeiro conjunto abrange a aplicação de recursos do fundo para a subscrição de valores mobiliários emitidos por (i) companhias em que “o administrador, o gestor, os membros de comitês ou conselhos criados pelo fundo e cotistas titulares de cotas representativas de 5% do patrimônio do fundo, seus sócios e respectivos cônjuges, individualmente ou em conjunto”, participem “com porcentagem superior a 10% do capital social votante ou total”; ou (ii) companhias com as quais as pessoas acima mencionadas tenham um relacionamento prévio, por meio de assentos em “conselhos de administração, consultivo ou fiscal da companhia emissora dos valores mobiliários a serem subscritos pelo fundo, antes do primeiro investimento por parte do fundo”.

Os outros dois conjuntos de operações condicionadas por esse artigo à deliberação em assembleia geral se referem (i) a operações em que o fundo tenha como contraparte “o administrador, o gestor, os membros de comitês ou conselhos criados pelo fundo e cotistas titulares de cotas representativas de 5% do patrimônio do fundo, seus sócios e respectivos cônjuges, individualmente ou em conjunto”, ou um fundo administrado ou gerido por essas pessoas; ou (ii) a operações estruturadas ou cujas ofertas sejam distribuídas ou coordenadas por essas pessoas.

Em todas essas hipóteses, as vedações buscam prevenir dois cenários. Tenta-se evitar que a defesa dos interesses do FIP possa ser colocada em risco em operações em que pessoas que possuam alguma influência sobre as decisões de investimento do fundo figurem como contrapartes, bem como evitar a possibilidade de o FIP ser utilizado para favorecer um veículo ou carteira sob a administração dos principais prestadores de serviço daquele fundo ou, ainda, um “cliente” desses prestadores de serviço quando desempenhando outras atividades.

Nenhuma dessas situações esteve presente nos fatos objeto da Consulta, notadamente, porque as debêntures e as ações foram emitidas pela *Holding*, empresa na qual “o administrador, o gestor, os membros de comitês ou conselhos criados pelo fundo e cotistas titulares de cotas representativas de 5% (cinco por cento) do patrimônio do fundo, seus sócios e respectivos cônjuges, individualmente ou em conjunto”, não têm participação “superior a 10% (dez por cento) do capital social votante ou total”, nem detinham assentos em “conselhos de administração, consultivo ou fiscal da companhia emissora dos valores mobiliários a serem subscritos pelo fundo, antes do primeiro investimento por parte do fundo”. Ademais, a operação contemplou somente a subscrição de valores mobiliários emitidos pela *Holding* e, portanto, a *Holding* foi o centro das Operações. Por fim, o Administrador-Gestor não estruturou ou atuou como distribuidor ou coordenador das ofertas de tais valores mobiliários.

ii) Regra aberta

A Instrução CVM nº 578, de 2016, também exigia, nos termos de seu art. 24, inciso XII, reproduzido no art. 21, II, do Anexo Normativo IV da Resolução CVM nº 175, de 2022, a prévia aprovação da assembleia geral de cotistas antes da realização de quaisquer atos que potencialmente configurem conflito de interesses entre o FIP e seu administrador ou gestor, bem como entre o FIP e qualquer cotista (ou grupo de cotistas) que detenham mais de 10% das cotas subscritas.

O inciso XII do art. 24 (e o art. 21, II, do Anexo Normativo IV da Resolução CVM nº 175, de 2022) apresentava uma regra propositadamente aberta, cuja aplicação exige uma avaliação caso a caso sobre a existência ou não do potencial conflito.²⁶ Ao tratar dos

26. Quanto a isso, vale notar que o edital da Audiência Pública que antecedeu a edição da Instrução CVM nº 578, de 2016, em substituição à Instrução CVM nº 391, de 2003, esclareceu que: “[c]om referência ao conflito de interesses, a Instrução CVM nº 391, de 2003, já dispõe sobre a aprovação prévia em assembleia dos atos constantes das vedações dispostas em seu art. 36 por meio de maioria simples. Entretanto, a Minuta propõe que os atos que caracterizam conflito de interesses em geral, e não somente aqueles limitados às situações do art. 36 da Instrução CVM nº 391, de 2003, devam ser deliberados de forma prévia em assembleia e aprovados por maioria

contornos do referido comando, a SIN já se manifestou no sentido de que o conflito, nesse contexto, decorre do “risco de uma decisão influenciada por interesses opostos ou ao menos paralelos ao do fundo”, pelo que “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.”²⁷

A referência da SIN à caracterização do conflito de interesses do gestor como sendo “o risco de uma decisão influenciada por interesses opostos ou ao menos paralelos ao do fundo” não é despropositada. Ao contrário, trata-se de reflexo do entendimento consolidado em relação à regra bastante semelhante àquela inscrita no art. 24, XII, da Instrução CVM nº 578, de 2016, qual seja, o disposto no art. 34 da Instrução CVM nº 472, de 2008, que regia o funcionamento dos fundos de investimento imobiliário (“FII”).²⁸ O paralelo entre esses dispositivos fica ainda mais evidente ao se considerar que a redação final do primeiro foi inspirada na do segundo.²⁹

O entendimento exarado pela área técnica no citado caso foi fixado pelo Colegiado da CVM no Processo CVM nº SP 2015/2018 (“Caso BC Fund”), decidido em 30.6.2015. O Colegiado decidiu que a caracterização de conflito no âmbito dos FII depende da existência de um interesse do administrador ou do gestor que seja “oposto ou, ao menos, paralelo ao do fundo capaz de colocar em xeque a sua independência para decidir e agir em nome do fundo”.³⁰ Em outras palavras, a perspectiva por meio da qual a CVM examina casos que envolvam a eventual existência de conflitos de interesse do administrador ou gestor perpassa uma avaliação sobre a presença de interesses opostos ou paralelos que possam colocar em risco a sua independência.

Assim, a avaliação para concluir se havia ou não a necessidade de submissão da Emissão de Debêntures ou do Aumento de Capital à deliberação dos cotistas do FIC I-FIP I demanda responder se o Administrador-Gestor, por conta de um eventual interesse oposto ou paralelo, não estaria legitimado a exercer, no contexto das AGE

das cotas subscritas. As situações previstas no art. 36 daquela Instrução continuam a constar das vedações dispostas no art. 44 da Minuta”, cf. Edital da Audiência Pública SDM nº 05/2015, pp. 6-7.

27. Cf. Memorando nº 8/2020-CVM/SIN/DLIP, de 26.11.2020, p. 4.

28. Esse dispositivo corresponde ao art. 31 do Anexo Normativo III da Resolução CVM nº 175, de 2022.

29. Cf. Relatório da Audiência Pública SDM nº 5/2015, pp. 51-52. No mesmo sentido, a relação entre esses dois quadros normativos no que diz respeito ao tratamento de conflitos de interesses também foi enfatizada por meio do Processo SEI nº 19957.000837/2021-11, Rel. SSE/GSEC-1, apreciado em 25.5.2021, muito embora, nesse precedente, estivesse em discussão o regime jurídico aplicável aos conflitos de interesses entre cotistas e o fundo, e não entre este e seus prestadores de serviços.

30. Cf. Processo CVM nº SP 2015/118, Rel. Dir. Pablo Renteria, j. 30.6.2015.

que deliberaram a respeito daquelas operações, os direitos de voto atribuídos ao FIP I pelas ações da *Holding* por ele detidas.

Isso porque somente diante de um eventual impedimento do Administrador-Gestor para exercer os referidos direitos de voto em nome do FIP I é que se poderia cogitar a necessidade de submeter a matéria à deliberação dos cotistas indiretos desse fundo para obter a orientação do voto a ser proferido pelo FIP I no conclave da *Holding* que tratara do Aumento de Capital.

Ter essa perspectiva em mente é importante porque, no Caso BC Fund, também estava em discussão a necessidade de convocação de uma assembleia geral do fundo investidor para deliberar previamente sobre um ato relativo ao fundo investido e, naquela oportunidade, a CVM decidiu que a questão deveria ser levada para decisão do fundo investidor.

Ocorre que os fatos discutidos no referido precedente são bastante distintos daqueles tratados na Consulta. No Caso BC Fund, o Colegiado da CVM concordou com a exigência da SIN de que seria necessária a realização de assembleia geral de cotistas do FII BTG Pactual Corporate Office Fund ("BC Fund"), administrado pela BTG Pactual Serviços Financeiros S.A. DTVM ("BTG Pactual DTVM"), para deliberar sobre a participação de outro fundo do qual era cotista exclusivo e que também era administrado pela BTG Pactual DTVM, qual seja, o Fundo de Investimento Imobiliário – FII Prime Portfolio ("FII Prime"), em operação que envolvia potencial conflito entre os interesses do BC Fund (cuja base de cotistas era bastante pulverizada) e de seu administrador.

A operação discutida no Caso BC Fund contemplava diversas etapas para a implementação de reorganização societária da BR Properties S.A. e, em pelo menos duas delas, o administrador e gestor do fundo, BTG Pactual DTVM, tinha interesses distintos daqueles do BC Fund e seus cotistas. Primeiro, a implementação da reorganização societária da BR Properties S.A. passava por uma oferta pública de aquisição das ações emitidas por essa companhia, da qual o Grupo BTG era acionista relevante e, portanto, um dos principais destinatários da oferta. A operação também culminaria na transferência de determinados ativos e passivos dessa companhia à BTG Investments LP, veículo de investimento do Grupo BTG.

A declaração de voto do então Diretor Pablo Renteria reconheceu haver um conflito de interesses da BTG Pactual DTVM na determinação da orientação do BC Fund (fundo investidor) em relação à participação do FII Prime (fundo investido) na operação, na medida em que (i) o administrador de ambos os fundos seria destinatário da oferta pública de aquisição de ações da BR Properties S.A.; e (ii) sociedade integrante do mesmo grupo econômico do administrador seria destinatária de parte dos ativos e

passivos da BR Properties S.A. ao final da operação.³¹ Em outras palavras, em ao menos dois aspectos da operação que envolvia o BC Fund, o administrador-gestor do fundo tinha interesses econômicos distintos dos interesses do próprio fundo e seus cotistas.

No caso da Consulta, a busca pelos recursos para capitalizar a Companhia e os atos necessários à sua operacionalização não são ou embutem “*interesses paralelos ou opostos*” do Administrador-Gestor ou de pessoas a ele relacionadas. Com base nas informações que me foram disponibilizadas, não identifiquei qualquer interesse próprio do Administrador-Gestor em relação à *Holding* ou à Companhia, ou qualquer resultado da Operação que tenha beneficiado o Administrador-Gestor ou pessoas a ele ligadas de maneira distinta do que beneficiou outros investidores da Companhia.

Esse entendimento não é alterado pelo fato de pessoas ligadas ao Administrador-Gestor terem exposição indireta à Companhia por meio de fundos que possuem participação direta ou indireta na *Holding*. Como já comentado, essa prática é bastante comum na indústria de *private equity* e o seu objetivo é, na realidade, o de criar um alinhamento de interesses entre os profissionais integrantes dos quadros do gestor, de um lado, e os cotistas do FIP, de outro.

Os coinvestidores da Companhia que eram pessoas ligadas ao Administrador-Gestor não tinham interesses econômicos próprios distintos daqueles inerentes a qualquer outro cotista direto ou indireto dos FIP Investidores e, na condição de investidores indiretos, tiveram o mesmo tratamento que qualquer outro investidor, ou seja, tiveram a oportunidade de manter sua exposição econômica à Companhia (ou aumentá-la, caso qualquer dos cotistas diretos ou indiretos deixasse de exercer sua preferência) na rodada de capitalização que se deu por meio da Emissão de Debêntures e do Aumento de Capital.

Diante do exposto, entendo que não havia interesse conflitante entre o Administrador-Gestor e o FIP I no que diz respeito à estruturação da Operação ou aos seus resultados econômicos, de modo que o Administrador-Gestor tinha a prerrogativa de exercer os direitos políticos do FIP I sem a necessidade de prévia aprovação dos

31. Nas palavras do Diretor Pablo Renteria, “a oferta pública de cotas [do FII Prime] tem por objetivo financiar a realização de uma oferta pública de aquisição de ações – a OPA – em que o BTG Pactual DTVM seria um dos principais destinatários. Além disso, também se identifica um interesse particular do BTG Pactual DTVM na operação na reorganização de ativo da BR Properties S.A. e de seus ativos que (...) se realizaria na hipótese de a OPA ser bem sucedida. Afinal, por meio da aludida reorganização, proceder-se-ia à ‘divisão’ dos ativos imobiliários hoje pertencentes à companhia, sendo que, ao final, alguns permaneceriam com esta ao passo que outros seriam repartidos entre o BTG Investments LP (integrante do mesmo grupo econômico que o BTG Pactual DTVM) e o Brookfield BR7”, cf. Processo CVM nº SP 2015/118, Rel. Dir. Pablo Renteria, j. 30.6.2015.

atos relacionados à Operação por parte da assembleia geral de cotistas desse fundo e tampouco do FIC I-FIP.

É o que me parece.