

# Fundos de investimento como garantidores de contratos de financiamento

Leandro Alberto Torres Ravache  
André Aguiar Estellita\*

## Resumo

Aborda-se a concessão de garantias por parte dos fundos de investimento. Em um primeiro momento, faz-se uma análise histórica das instruções da Comissão de Valores Mobiliários que regulam os fundos de investimento em participações e suas alterações. Posteriormente, discorre-se acerca das garantias que poderiam ser concedidas pelos fundos de investimento. Por fim, trata-se da aplicabilidade de restrições que poderiam ser apresentadas pelos financiadores na negociação da concessão de um crédito.

## Palavras-chave

Fundos. Investimentos. Garantias. Sociedades e financiamento.

---

\* Advogados do BNDES. Os autores agradecem o grande incentivo e a colaboração para este trabalho a Walter Pereira Bastos e Hugo Mendes Martins, advogados do BNDES, e a Diego Araújo Muller Dias, engenheiro do BNDES. Este artigo é de exclusiva responsabilidade dos autores, não refletindo, necessariamente, a opinião do BNDES.

## **Abstract**

This text addresses the guarantees offered by the investment funds. Initially, it makes a historical analysis of the instructions of Comissão de Valores Mobiliários that regulate the investment funds in shares, and its amendments. Later, it addresses the guarantees that can be offered by investment funds. Finally, it comes to the applicability of restrictions that could be made by lenders in negotiating the loans.

## **Keywords**

Funds. Investments. Guarantees. Companies and financing.

## Introdução

Os fundos de investimento em participações societárias<sup>1</sup> contam com o apoio da BNDES Participações (BNDESPAR) desde 1995,<sup>2</sup> na esteira da primeira regulamentação da matéria por parte da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), que ocorreu em 1994.

A criação do marco regulatório, primeiramente com a Instrução CVM 209, de 25 de março de 1994, e, posteriormente, com a Instrução CVM 391, de 16 de julho de 2003, permitiu que a BNDESPAR, dada a capilaridade inerente aos fundos, apoiasse maior número de empresas nas diferentes regiões do Brasil. Desde então, essa subsidiária integral do BNDES comprometeu-se a aportar mais de R\$ 3 bilhões em fundos de investimento.

Com a estrutura regulatória bem definida, outros importantes *players*, além da BNDESPAR, tiveram a oportunidade de apoiar uma gama significativa de empresas, fazendo com que aumentasse, gradativamente, o valor do capital investido em fundos de participações. Com isso, os fundos de investimento vêm ganhando cada vez mais destaque na economia do país, como uma forma importante de captação de recursos para empresas nacionais.

Segundo estudo da Associação Brasileira de Private Equity & Venture Capital (ABVCAP),<sup>3</sup> em parceria com a KPMG, o total do

---

<sup>1</sup> Outras espécies de fundos de investimento podem ter participações no capital social de empresas, mas o presente artigo está focado nos Fundos Mútuos de Investimento em Empresas Emergentes e nos Fundos de Investimento em Participações, regulamentados pela CVM, respectivamente, em 1994 e 2003.

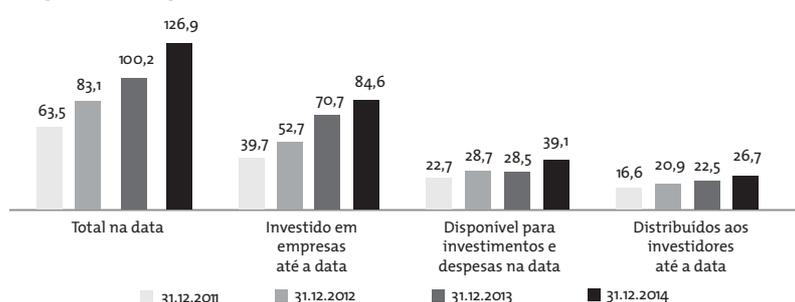
<sup>2</sup> O apoio da BNDESPAR e a natureza jurídica dos fundos foram objeto de estudo do artigo intitulado “Fundos de investimento e a necessidade de observância do direito de preferência na alienação de suas quotas”, objeto de publicação da *Revista do BNDES 37*, edição comemorativa dos sessenta anos do BNDES.

<sup>3</sup> Entidade que congrega gestores e investidores de fundos voltados para a indústria de capital empreendedor.

patrimônio comprometido em fundos de *venture capital* e *private equity* atingiu, em 2014, o valor de R\$ 126,9 bilhões, tendo, naquele momento, a quantia de R\$ 84,6 bilhões já investidos em empresas, conforme pode ser visualizado no Gráfico 1 (ABVCAP, 2015).

Gráfico 1

**Capital comprometido (em R\$ milhões)**



Fonte: KPMG e ABVCAP (2015).

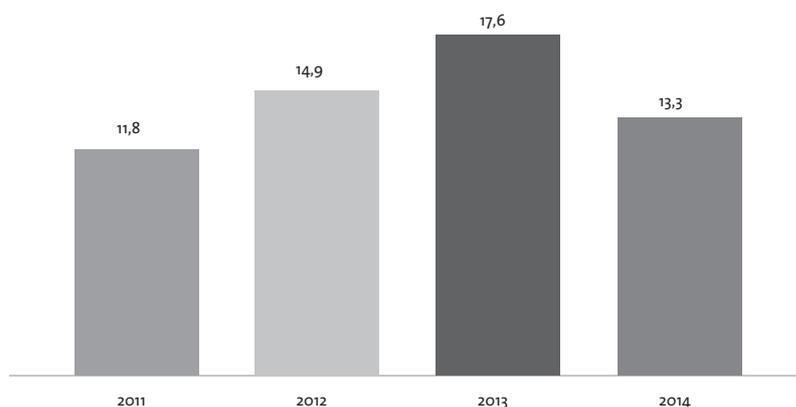
Ainda de acordo com esse estudo, o valor total de investimentos realizados chegou a R\$ 17,6 bilhões em 2013 e sofreu uma retração de 24% em 2014, atingindo o patamar de R\$ 13,3 bilhões. O Gráfico 2 mostra a evolução do valor dos investimentos realizados por ano.

Em relação à atuação do Sistema BNDES, houve, nos últimos anos, um aumento substancial no valor investido em fundos de *private equity* e *venture capital*.

Atualmente, a carteira da BNDESPAR possui 39 fundos de investimento em participações. A Tabela 1 demonstra a evolução da carteira a partir do ano de 2004 até 2015.<sup>4</sup>

<sup>4</sup> Cabe acrescentar que no início de 2016 a BNDESPAR subscreveu as cotas de emissão do fundo de capital semente Criatec III. Com isso, a carteira passou a ter 39 fundos de investimento em atividade.

Gráfico 2

**Investimentos realizados no ano (em R\$ bilhões)**

Fonte: KPMG e ABVCAP (2015).

Tabela 1

**Evolução da carteira do BNDESPAR (2004 a 2015)**

Ano	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
<b>Posição fundos ativos</b>	17	17	20	24	26	28	31	32	32	34	34	38
<b>PE</b>	8	8	9	9	11	14	17	17	17	15	15	18
<b>VC</b>	4	4	6	9	8	8	9	10	14		14	15
<b>SC</b>	5	5	5	6	6	6	6	6	5	5	5	5

Fonte: Elaboração própria, com base em dados do Departamento de Fundos de Investimento do BNDES.

Nota: PE – *private equity*; VC – *venture capital*; SC – *seed capital*.

No que tange ao patrimônio comprometido, nos últimos dez anos houve um aumento substancial do valor investido nos fundos. O valor total do patrimônio comprometido pelo Sistema BNDES nos fundos de participação até 2015 foi de cerca de R\$ 3 bilhões, conforme pode ser observado na Tabela 2.

Ainda em relação à atuação da BNDESPAR, em 2015 essa subsidiária integral do BNDES realizou chamada pública para seleção de

fundos a serem por ela investidos e selecionou cinco, dos quais quatro já foram contratados. Adicionalmente, foi realizada uma seleção pública em que foram selecionados dois fundos de investimento voltados para o fomento do mercado de acesso.<sup>5</sup>

Tabela 2

**Valor total aproximado do patrimônio comprometido pelo Sistema BNDES nos fundos de participação (em R\$ milhões)**

Ano	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Posição PC BNDESPAR	720	720	1.063	1.203	1.377	1.565	2.054	2.079	2.117	2.664	2.579	2.834
PE	584	584	894	894	1.058	1.289	1.778	1.778	1.778	1.778	1.706	1.921
VC	112	112	145	205	214	172	172	197	239	662	652	692
SC	24	24	24	104	104	104	104	104	100	224	221	221

Fonte: Elaboração própria, com base em dados do Departamento de Fundos de Investimento do BNDES.

Os dados mencionados permitem inferir a importância que os fundos de *private equity* e *venture capital* passaram a ter na economia real. Tais números, contudo, não traduzem, isoladamente, o tamanho dos planos de investimento das empresas apoiadas pelos fundos, os quais, invariavelmente, também possuem como *funding* outras espécies de financiamento.

Nesse último ponto, reside o cerne do presente artigo, que se propõe a demonstrar – com base na análise das garantias que podem ser ofertadas por empresas que contam com fundos de investimento em seu quadro de acionistas – a importância dos Fundos de Investimento em Participações (FIP) e dos Fundos Mútuos de Investimento em Empresas Emergentes (FMIEE) para a solidez do crédito concedido

<sup>5</sup> Segmento especial de negociação de valores mobiliários destinado a fomentar o crescimento de pequenas e médias companhias via mercado de capitais, possibilitando a realização de ofertas de menor volume, como o segmento Bovespa Mais da BM&FBovespa.

pelas instituições financeiras e, conseqüentemente, para a redução do custo do financiamento.

## **Fundos e natureza**

A Instrução CVM 209/94 dispõe especificamente sobre o funcionamento e a administração de FMIEEs. Essa instrução restringiu, originalmente, o investimento em companhias que apresentassem faturamento líquido anual inferior a trinta milhões de Unidades Reais de Valor (URV) e que não fossem integrantes de grupo de sociedades cujo patrimônio líquido consolidado fosse igual ou maior que sessenta milhões de URVs. Esses valores foram alterados nos anos de 1996, 2002 e 2008 e, hoje, a instrução exige que os investimentos sejam realizados em companhias que apresentem faturamento líquido anual consolidado inferior a R\$ 150 milhões e cujo controle acionário seja detido por grupo de sociedades cujo patrimônio líquido consolidado seja inferior a R\$ 300 milhões.

Além das limitações mencionadas acima, a Instrução CVM 209/94 estabeleceu um prazo máximo de dez anos de duração para os FMIEEs e maior restrição para investimento em companhias abertas, se comparada com a Instrução CVM 391/03.

A Instrução CVM 391/03, por sua vez, dispõe sobre o funcionamento dos Fundos de Investimento em Participações (FIP), disciplinando o investimento desses veículos em quaisquer companhias, independentemente do nível de faturamento, desde que tenham influência relevante nas políticas estratégica e de gestão dessas empresas.<sup>6</sup>

---

<sup>6</sup> Recentemente, foi permitido o investimento de parte do patrimônio líquido do fundo em companhias abertas listadas em segmento especial de negociação de valores mobiliários, instituído por bolsa de valores ou por entidade do mercado de balcão organizado, voltado ao mercado de acesso, com a dispensa desse requisito de efetiva influência na definição de suas políticas.

Ambos os normativos estabeleceram que tais veículos de investimento são caracterizados como condomínio. Contudo, há intensa discussão doutrinária acerca da natureza jurídica dos fundos.<sup>7</sup>

A natureza jurídica desses veículos de investimento é tema que goza de ampla pesquisa na doutrina, inclusive estrangeira, e que está longe de ser pacífica, pois continua sendo objeto de grandes discussões, mesmo nos dias de hoje, decorridos cerca de 55 anos do surgimento, na Bélgica, na França e na Holanda, dos fundos na estrutura que hoje se conhece (FREITAS, 2006, p. 139).

Basicamente, são cinco as correntes doutrinárias que pretendem classificar os fundos de investimento, quais sejam: (a) copropriedade; (b) comunidade de bens não condominial; (c) propriedade fiduciária; (d) propriedade em mão comum; e (e) organização associativa.

A adoção de uma ou outra dessas classificações jurídicas traz consequências distintas. Contudo, como o objetivo do presente artigo não é discutir a natureza jurídica dos fundos, por ora considera-se, em linha com a doutrina majoritária e com a regulamentação promovida pela CVM, que os referidos veículos de investimento devem ser classificados como um verdadeiro condomínio.

Todavia, é possível afirmar que, de certa forma, pela ótica do financiador, a natureza jurídica adotada pela regulamentação vigente apresenta mais segurança, notadamente se comparada com aquela defendida pela doutrina que classifica os fundos de investimento como propriedade fiduciária. De acordo com essa corrente doutrinária, o administrador deve ser considerado proprietário resolúvel dos ativos do fundo, tendo, assim, todos os poderes dominiais sobre eles.

---

<sup>7</sup> Sobre esse tema, ver Martins de Carvalho (2012, p. 183-192).

Se porventura a corrente da propriedade fiduciária prevalecesse, a segurança jurídica de todo e qualquer tipo de negócio jurídico praticado pelos fundos restaria comprometida. Isso porque, como nos ensina o professor Miguel de Serpa Lopes, se o ex-proprietário (proprietário resolúvel) “houver gravado ou constituído qualquer direito onerativo da coisa, ou se mesmo ele a houver alienado, todas essas situações jurídicas se rompem imediatamente como se nunca tivessem sido constituídas pelo ex-proprietário” (LOPES *apud* MELO, 2007, p. 277).

A propósito, o desembargador Marco Aurélio Bezerra de Melo, em sua clássica obra sobre os direitos reais, recomenda ao credor não aceitar em garantia um bem objeto de propriedade resolúvel.

Outro exemplo elucidativo é a previsão de extinção de hipoteca pela resolução do domínio (art. 1.499, III, CCB) como, por exemplo, na situação em que o fiduciário tenha dado um imóvel de sua propriedade resolúvel em hipoteca para alguém. Resolvido o domínio em favor do fideicomissário (art. 1.951, CCB), resolvida estará a hipoteca constituída, donde conclui-se não ser conveniente ao credor, salvo exceções relativas ao caso concreto, aceitar em garantia real propriedade resolúvel (MELO, 2007, p. 278).

No entanto, como consideramos, em consonância com a regulamentação vigente, os fundos de investimento em condomínio, sem personalidade jurídica, pode-se dizer que os investidores são os únicos titulares, ainda que indiretamente, dos valores mobiliários de emissão das companhias investidas pelos fundos. Não se deve olvidar, todavia, que os fundos de investimento têm uma administradora legalmente habilitada e, como em qualquer condomínio que conte com tal figura, a esta competirão os atos ordinários de sua gestão e, eventualmente, os extraordinários, de acordo com a delimitação de seus poderes e deveres.

Por outro lado, a condição de condomínio dos fundos pode também levar ao entendimento de que os cotistas devem responder pelo seu passivo com os respectivos patrimônios pessoais. Tal posicionamento ganha força com a edição da Instrução CVM 555/14,<sup>8</sup> que em seu artigo 15, transcrito a seguir, disciplina acerca da responsabilidade dos cotistas na hipótese de o patrimônio líquido do fundo se tornar negativo.

Art. 15. Os cotistas respondem por eventual patrimônio líquido negativo do fundo, sem prejuízo da responsabilidade do administrador e do gestor em caso de inobservância da política de investimento ou dos limites de concentração previstos no regulamento e nesta Instrução.

Tais características, assim como os demais atributos de um condomínio, são de suma importância para a análise da concessão de garantias pelos fundos de investimento.

## **Os fundos de investimento como garantidores**

Rodrigues, Takeda e Araújo (2004) se dispuseram a estudar, com base na ciência econômica, se haveria uma relação direta entre a concessão de garantias reais e o nível da taxa de juros cobrada pelas instituições financeiras. As conclusões desse estudo são bastante pertinentes e aderentes ao que se defende no presente artigo.

Com propriedade, tais autores destacam que as garantias reais, em princípio, podem diminuir a perda de um banco em caso de *default*, o que deveria se traduzir em redução da taxa de juros no

---

<sup>8</sup> A Instrução CVM 555/14 revogou a Instrução CVM 409/04, que mantinha a mesma previsão de responsabilidade dos cotistas em caso de patrimônio líquido negativo. Contudo, a Instrução CVM 409/04 incluía uma previsão expressa no sentido de que não era aplicável aos fundos de investimento em participações.

momento da celebração do contrato. Sustentam, ainda, que tal espécie de garantia teria o condão de retirar o incentivo para o devedor tomar ações arriscadas, impactando diretamente o risco das instituições financeiras.

Nesse cenário, a prerrogativa de os fundos de investimento concederem garantias a fim de acautelar os financiamentos fundamentais para a consecução do plano de negócios de suas companhias investidas significa a possibilidade da obtenção de um retorno maior para os seus cotistas.

Não se pode olvidar que o retorno adequado do capital investido é o objetivo central de um fundo de investimento, instrumento financeiro destinado aos investidores qualificados.

É sabido que quando os investidores, inclusive os qualificados, aplicam seus recursos em fundos, mesmo naqueles fechados, como é o caso dos FIPs e dos FMIEEs, o que se busca, em última análise e prioritariamente, é a rentabilidade desse dinheiro despendido. Mesmo os investidores institucionais que aplicam capital em fundos com o objetivo de que tais veículos possam investir em setores prioritários para o desenvolvimento da economia do Brasil, como é o caso de instituições de fomento, sempre almejam o retorno financeiro dos recursos aportados no fundo, até mesmo para que possam reinvesti-los em outros projetos vitais e estruturantes para o país, em um verdadeiro ciclo virtuoso. Exemplo maior disso são os investimentos em fundos realizados pela BNDESPAR.

Mas, apesar da possível relação direta entre retorno e concessão de garantias, ambas as instruções da CVM que disciplinam os fundos *private equity* e *venture capital* continham, originalmente, uma vedação expressa à prestação de garantias por parte desses veículos de investimento, conforme pode ser visto na redação dos artigos transcritos a seguir.

Instrução 209/94 –

Art. 38. É vedado ao administrador, em nome do Fundo:

I – receber depósito em conta corrente;

II – contrair ou efetuar empréstimos sob qualquer modalidade;

III – prestar fiança, aval, aceite ou coobrigar-se sob qualquer outra forma; [...]

Instrução 391/04 –

DAS VEDAÇÕES

Art. 35. É vedado ao administrador, direta ou indiretamente, em nome do fundo:

I – receber depósito em conta corrente;

II – contrair ou efetuar empréstimos, salvo nas modalidades estabelecidas pela CVM;

III – prestar fiança, aval, aceite, ou coobrigar-se sob qualquer outra forma; [...]<sup>9</sup>

Historicamente, essa restrição de atuação por parte dos FIPs e FMIEEs acarretou, por vezes, dificuldades para que as companhias por eles investidas tivessem um nível de alavancagem ótimo ou a necessidade de tomar financiamentos a um custo mais elevado, ambas as hipóteses que retiravam valor para os acionistas.

Essas vedações, portanto, por impactarem no retorno pretendido por investidores, eram consideradas, por alguns, fatores que interferiam no crescimento mais vigoroso da indústria de *private equity*. Explica-se: os empreendedores e potenciais coinvestidores dos FIPs podiam, em tese, preterir os fundos, quando houvesse outra alter-

---

<sup>9</sup> Deve-se esclarecer que o entendimento majoritário é que a expressão “coobrigar-se sob qualquer outra forma” inclui as garantias reais, conforme pode ser observado no MEMO/SIN/GIE 137/2009 da CVM.

nativa para captação de recursos, na medida em que os fundos não podiam se responsabilizar por conceder as garantias em montante equivalente a seu nível de participação no capital social. De fato, enquanto tal restrição regulamentar subsistiu, o nível de alavancagem e o custo do financiamento, por vezes, podem não ter sido os mais adequados. Assim, por mais paradoxal que isso possa parecer, dado que os fundos de investimento em participações, além de poderem contribuir com a sistematização de boas práticas de governança e gestão, dispõem de recursos significativos para aplicação nos planos de investimentos das companhias, poderia haver, sim, situações em que os empreendedores e outros investidores refutassem a possibilidade de se tornar sócios de FIPs em virtude da impossibilidade de eles prestarem garantias.

Tais circunstâncias não passaram despercebidas do órgão regulador do mercado. Apesar de as normas gozarem de certa estabilidade, não sendo alteradas a todo instante, a própria CVM viu a necessidade de atender aos anseios do mercado enquanto não sobreviesse uma nova regulamentação para a matéria. Por isso, firmou entendimento na linha de autorizar que os fundos pudessem prestar garantias, desde que observados alguns requisitos, conforme pode ser notado na decisão a seguir.

**DISPENSA DO CUMPRIMENTO DO ART. 35, III,  
DA INSTRUÇÃO 391/03 – VÁRIOS (10 FIP) – PROC.  
RJ2011/3536**

Reg. 7744/11

Relator: SIN/GIE

Trata-se da apreciação de pedidos de dispensa formulados por instituições administradoras de dez fundos de investimento em participações, quanto ao cumprimento do disposto no art. 35, inciso III, da Instrução CVM 391/03, que veda ao

administrador prestar fiança, aval, aceite ou coobrigar-se, sob qualquer outra forma, em nome do fundo.

A Superintendência de Relações com Investidores Institucionais – SIN, após analisar individualmente cada um dos pleitos, opinou pela concessão das dispensas requeridas, argumentando, nesse sentido, que *(i) o Colegiado já concedeu a dispensa em tela em doze operações semelhantes às ora apresentadas; (ii) o público-alvo dos FIP são investidores qualificados, capazes de tomarem decisões refletidas de investimento; (iii) a prestação de garantias não é matéria afeita à discricionariedade dos administradores, posto que foram ou serão apreciadas pelos cotistas reunidos em assembleia; e (iv) a dação de ativos em garantia de obrigações contraiadas por companhias investidas pode tornar o capital menos custoso, atendendo à estratégia de investimento dos fundos.*

O Colegiado, acompanhando a manifestação da área técnica consubstanciada no MEMO/CVM/SIN/GIE/Nº 92/11, deliberou pelo deferimento das dispensas pleiteadas, sujeitas às seguintes condições: *(i) obtenção de prévia aprovação pela unanimidade dos cotistas reunidos em assembleia geral; e (ii) os administradores devem tomar providências destinadas a assegurar que os adquirentes de cotas no mercado secundário atestem sua ciência sobre o gravame que incide sobre o patrimônio do fundo anteriormente à sua aceitação no mesmo.*

Por fim, o Colegiado requereu que a Superintendência de Desenvolvimento de Mercado – SDM inclua, entre as alterações à Instrução CVM 391/03 que está estudando, a possibilidade de o fundo de investimento em participações dar em garantia seus próprios ativos, desde que devidamente autorizado pela assembleia de cotistas (CVM, 2003, grifo nosso).

Ou seja, a CVM não se encastelou atrás dos próprios muros e, em linha com os anseios do mercado, passou a analisar situações concretas de fundos que ambicionavam prestar garantias aos financiamentos de suas companhias investidas. Nesse sentido, foram diversos os pedidos de dispensa do cumprimento do artigo 35, inciso III, da Instrução CVM 391/03, que perduraram até o lançamento da Audiência Pública 9/12, que objetivou discutir a alteração do artigo em tela para permitir a concessão de garantias pelos FIPs em certas circunstâncias.

## **A Audiência Pública SDM 9/12**

Como destacado anteriormente, a CVM, tendo em vista a forte demanda por parte dos FIPs para a prestação de garantias e o perfil dos cotistas desses fundos, investidores qualificados,<sup>10</sup> realizou a Audiência Pública SDM 9/12, na qual apresentou uma proposta de alteração do artigo 35 da Instrução CVM 391/03, de forma a permitir a prestação de garantias por parte desses fundos.

Originalmente, a proposta previa a aprovação das garantias por 100% dos cotistas, em linha com a jurisprudência da própria CVM

---

<sup>10</sup> Instrução CVM 554/14, artigo 9º-B

São considerados investidores qualificados:

I – investidores profissionais;

II – pessoas naturais ou jurídicas que possuam investimentos financeiros em valor superior a R\$ 1.000.000,00 (um milhão de reais) e que, adicionalmente, atestem por escrito sua condição de investidor qualificado mediante termo próprio, de acordo com o Anexo 9-B;

III – as pessoas naturais que tenham sido aprovadas em exames de qualificação técnica ou possuam certificações aprovadas pela CVM como requisitos para o registro de agentes autônomos de investimento, administradores de carteira, analistas e consultores de valores mobiliários, em relação a seus recursos próprios; e

IV – clubes de investimento, desde que tenham a carteira gerida por um ou mais cotistas, que sejam investidores qualificados (NR).

sobre o assunto, conforme pode ser observado na decisão destacada acima.

Entretanto, diante das manifestações de entidades de mercado solicitando um quórum de aprovação inferior, a CVM reduziu esse percentual com base nos seguintes motivos, conforme Relatório da Audiência Pública SDM 9/12:

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

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

Além de serem qualificados, o aporte mínimo de R\$ 100 mil, exigido pelo art. 5º da Instrução CVM 391, de 2003, indica razoável nível de sofisticação dos investidores, que possivelmente estarão aptos a avaliar os riscos de se investir em um fundo autorizado a prestar garantia com base em decisão de maioria qualificada dos cotistas.

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

Assim, como resultado dessa audiência pública, em 28 de junho de 2013 foi publicada a Instrução CVM 535/13, que alterou o artigo 15 e o artigo 35 da Instrução CVM 391/03, passando a permitir a prestação de garantias por fundos de investimento em participações, com a inclusão da seguinte redação na mencionada instrução:

Art. 15. Competirá privativamente à assembleia geral de cotistas:

XI – deliberar sobre a prestação de fiança, aval, aceite, ou qualquer outra forma de coobrigação, em nome do fundo.

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

§3º A maioria qualificada estabelecida no regulamento do fundo para a deliberação referida no inciso XI deste artigo deve ser representativa de titulares de cotas correspondentes a, no mínimo, dois terços das cotas emitidas pelo fundo.

Art. 35.

[...] III – prestar fiança, aval, aceite, ou coobrigar-se sob qualquer outra forma, exceto mediante aprovação da maioria qualificada dos cotistas reunidos em assembleia geral, desde que o regulamento do fundo preveja essa possibilidade;

Parágrafo único. Caso existam garantias prestadas pelo fundo, conforme disposto no inciso III, o administrador do fundo deve zelar pela ampla disseminação das informações sobre todas as garantias existentes, por meio, no mínimo, de

divulgação de fato relevante e permanente disponibilização, com destaque, das informações na página do administrador do fundo na rede mundial de computadores (NR).

A Instrução CVM 535/13, ainda, em seu artigo segundo, estabeleceu que:

Art. 2º. A deliberação da assembleia geral de cotistas que alterar o regulamento de fundo existente na data de entrada em vigor desta Instrução de forma a prever a possibilidade de prestação de garantias em nome do fundo deve ser adotada pela unanimidade dos cotistas presentes.

Isso significa dizer que a CVM, após inúmeras decisões autorizativas em casos concretos, viu a necessidade de alterar a Instrução CVM 391/03 para permitir que os novos fundos, constituídos após a edição da Instrução CVM 535/13, pudessem prestar garantias, desde que existisse previsão nesse sentido em seus respectivos regulamentos e desde que houvesse, no caso concreto, a autorização de dois terços de seus cotistas reunidos em assembleia geral. Por ocasião da nova regulamentação, a CVM previu, em sua instrução, a possibilidade de que os fundos já existentes se adequassem a essa nova sistemática caso ocorresse a alteração do regulamento pela totalidade de seus cotistas.

Entretanto, no tocante aos FMIEEs, a CVM não adotou a mesma postura, mantendo inalterada a Instrução CVM 209/94, transcrita a seguir:

Art. 38. É vedado ao administrador, em nome do Fundo:

[...]

III – prestar fiança, aval, aceite ou coobrigar-se sob qualquer outra forma [...].

Diante disso, apesar da formalização do entendimento de que os FIPs podem prestar garantias, no caso de FMIEEs o credor ainda deverá exigir que esses fundos obtenham autorização da CVM para prestá-las, ou, pelo menos, exigir que a prestação da garantia seja aprovada pela unanimidade de seus investidores.

Portanto, como medida necessária de cautela, suficiente para caracterizar a sua boa fé, as instituições financeiras, por ocasião da concessão de financiamentos para empresas em que os fundos de investimento serão prestadores de garantia, terão de, no caso dos FIPs constituídos após a edição da Instrução CVM 535/13, verificar se os respectivos regulamentos preveem, expressamente, a possibilidade de eles atuarem como garantidores das companhias investidas e se houve deliberação autorizando aquela operação específica aprovada por, no mínimo, dois terços dos cotistas. No caso dos FMIEEs e dos FIPs anteriores a 28 de junho de 2013, é preciso verificar se houve aprovação da concessão da garantia pela unanimidade dos cotistas. Em se tratando dos FIPs constituídos antes da edição da Instrução CVM 535/13, alternativamente, os regulamentos podem ter sido adaptados para prever a possibilidade de concessão de garantias, o que requer a aprovação de 100% dos cotistas, hipótese em que o tratamento será o mesmo dado para os fundos de *private equity* iniciados sob a égide da instrução em tela.

Verificado esse ponto, passa-se a analisar algumas hipóteses de garantias aplicáveis aos fundos e seus efeitos.

## Garantias

Tendo em vista que se pretende analisar como os fundos de investimento podem facilitar a tomada de crédito por parte de suas companhias investidas e, conseqüentemente, diminuir a percepção de risco

das instituições financeiras por ocasião da análise dos pleitos de financiamentos dessas empresas, é importante, por um rigor metodológico, trazer algumas considerações, mesmo que de forma tangencial, a respeito dos direitos reais de garantia e das garantias fidejussórias.

Essas mesmas considerações também servirão para que os cotistas tenham a exata noção das responsabilidades a que estarão sujeitos nas hipóteses em que os fundos se apresentarem como garantidores desses financiamentos tomados por suas companhias investidas, bem como para que os financiadores consolidem as cautelas que devem ser observadas quando forem receber garantias, de uma ou mais espécies, de fundos de investimento.

Como destacado por Silvio Rodrigues, em sua clássica obra sobre Direito das Coisas, a regra básica de que o patrimônio do devedor responde por suas dívidas, embora juridicamente efetiva, pode ser ineficaz na prática, o que faz com que os credores, na maioria das vezes, tenham de se acautelar mais, mediante a exigência de maiores garantias. Tais garantias podem ser pessoais ou fidejussórias e reais (RODRIGUES, 2007).

A garantia fidejussória consiste, basicamente, no aval, quando for assecuratória do cumprimento de um título de crédito, ou na fiança, que, nos termos do artigo 818 do Código Civil, se propõe a assegurar ao credor a satisfação da obrigação caso o devedor não a cumpra. Em princípio, dão uma segurança adicional ao credor, na medida em que um terceiro assume o compromisso de honrar a avença principal. A serventia dele, porém, é limitada, pois, como nos ensina Rodrigues (2007, p. 334), o fiador e também o avalista, apesar de solváveis quando do momento da estipulação, podem tornar-se insolventes por ocasião do vencimento da obrigação principal.

A título de esclarecimento, o Quadro 1 traz as principais diferenças entre esses dois tipos de garantias pessoais.

Quadro 1

**Diferenças entre aval e fiança**

Aval	Fiança
Decorre de obrigação cambial	Decorre de obrigação civil
Propicia surgimento de relação jurídica autônoma	Tem natureza acessória
Aplica-se regime de solidariedade passiva entre avalista e devedor	Aplica-se, em princípio, o benefício de ordem. Artigo 827

Fonte: Elaboração própria.

A questão da solidariedade e do benefício de ordem que se apresentam como características distintivas das duas espécies de garantias fidejussórias, conforme destacado no Quadro 1, deve ser bem entendida, pois traz consequências jurídico-processuais diversas.

O benefício de ordem, nos termos do artigo 827 do Código Civil, é previsto para o instituto da fiança, mas nunca para o aval, e significa que o coobrigado (no caso, o fiador) tem o direito de ver executado primeiro os bens do devedor principal. Ou seja, a responsabilidade do fiador, em regra, é subsidiária (posterior) à do devedor principal. O avalista, por sua vez, nunca tem benefício de ordem, pois sempre é devedor solidário, o que significa dizer que poderá ser demandado diretamente pela totalidade do crédito avalizado.

Esse benefício, contudo, não poderá ser utilizado se houver a renúncia expressa por parte do fiador, caso haja a previsão de solidariedade ou se o devedor for insolvente ou falido.

Essa última questão, por certo, traz um ônus para o financiador, na medida em que lhe imputa um dever de cautela que, em caso de não observância, acarretará o perecimento de seu direito perante o fiador.

Assim, após oportuna nomeação dos bens do devedor pelo fiador, o credor deve ser cuidadoso e diligente no curso da execução. A

Lei Substantiva Civil deixa claro que, se feita a nomeação e posteriormente, por retardo na execução, o devedor tornou-se insolvente, o fiador será exonerado de sua obrigação, desde que comprove que, ao exercer o benefício de ordem, indicou bens do devedor principal suficientes para o adimplemento da obrigação.

Outra característica inerente ao instituto da fiança é o chamado benefício de divisão, previsto no artigo 829 do Código Civil. Segundo tal dispositivo legal, a fiança prestada a um só débito por mais de uma pessoa importa o compromisso de solidariedade entre elas, se declaradamente não se reservarem o benefício de divisão. Isso significa dizer que, se os fiadores não expressarem à época da contratação que não há solidariedade entre eles, todos individualmente poderão ser chamados a arcar com a integralidade do débito, cabendo-lhes tão somente buscar em regresso a cota-parte dos demais coobrigados.

Em razão de tais características e considerando que os fundos não têm personalidade jurídica, dada a sua natureza de condomínio, há repercussões de ordem prática relevantes para os cotistas, contra os quais se poderia, em tese, vislumbrar a possibilidade de imputar responsabilidade pela dívida afiançada pelo fundo, caso a sociedade que tiver sido garantida estiver falida e o fundo não possuir patrimônio suficiente para arcar com a obrigação. Além disso, é possível interpretar no sentido de considerá-los como cofiadores, o que significaria que um único cotista poderia ter de pagar integralmente a dívida garantida pelo fundo.

Diante disso, a concessão de fiança por fundos de investimento terá de contar com a avaliação de riscos, não só por parte dos credores, mas também pelos próprios cotistas, notadamente por parte dos investidores que tenham a nacionalidade brasileira.

A ponderação de interesses realizada pelos investidores nacionais dos FIPs e FMIEEs, quando houver deliberação no sentido de autorizar o fundo a afiançar uma companhia investida, deve levar

em consideração que, por razões óbvias, abaixo explicitadas, há mais dificuldades para o credor ter o seu crédito satisfeito por cotistas que não têm sede e patrimônio no Brasil. A análise promovida pelos cotistas nacionais também não poderá negligenciar que, normalmente, os investimentos estrangeiros realizados em FIPs e FMIEEs são realizados por meio de veículos que mitigam os riscos de responsabilização desses cotistas.

É cediço que muitos investidores internacionais preferem trazer recursos para o Brasil por meio de sociedades constituídas em Delaware, tendo em vista as vantagens trazidas pelo arcabouço normativo daquele estado americano. De fato, mesmo os empreendedores americanos parecem preferir aquele estado da federação americana ao constituírem as suas sociedades, uma vez que Delaware concentra mais de 60% das quinhentas maiores sociedades dos Estados Unidos.

Além de outras vantagens que não guardam relação com a temática do presente artigo, as sociedades constituídas nesse estado americano, pode-se dizer, permitem uma “blindagem patrimonial” de seus titulares, na medida em que, para serem criadas, as chamadas *limited liability company* (LLC) prescindem da indicação e do registro dos nomes de seus sócios, da especificação de seu capital social e do desenvolvimento de qualquer tipo de atividade nos Estados Unidos.

Diante disso, mesmo que o credor decida executar os cotistas indistintamente, reputa-se pequena a chance de a LLC possuir ativos no Brasil, além de não ser possível aferir quem são, de fato, seus sócios.

Ademais, para que se pudessem adotar atos executivos em outra jurisdição, com o intuito de atingir os bens da LLC, necessário seria expedir carta rogatória para o Poder Judiciário do país em que estivessem localizados os ativos. Nesse caso, intimada pelo Poder Judiciário local a efetuar o pagamento, muito provavelmente não teria recursos para satisfazer a obrigação, visto que fora criada única e exclusivamente para aportar os recursos no Brasil.

Por evidente, então, diante de tantas dificuldades, certamente o credor buscará a satisfação de seu crédito promovendo a execução diretamente contra os cotistas residentes e com ativos no Brasil.

Superadas essas questões de ordem prática que devem ser levadas em consideração não só na análise de risco promovida pelas instituições financiadoras, mas em igual medida pelos cotistas de um fundo por ocasião da avaliação quanto à pertinência ou não de permitir que esse condomínio de investidores garanta as suas companhias investidas, passa-se a apreciar uma última característica do instituto da fiança e, em seguida, a analisar as chamadas garantias reais.

Nos termos do artigo 822 do Código Civil, a fiança, não sendo expressamente limitada, compreenderá todos os acessórios da dívida principal, inclusive as despesas judiciais, desde a citação do fiador. Sendo assim, a não ser que o contrato disponha de forma diferente, o fiador torna-se responsável por todo e qualquer prejuízo causado pelo afiançado, conforme já decidido pelo Superior Tribunal de Justiça no âmbito do Recurso Especial 49.568/SP:

Civil – Locação de imóvel – Contrato garantido por fiança – Descumprimento de cláusula contratual – Perdas e danos – Obrigação do fiador – Recurso especial – Ofensa ao artigo 908 do Código Civil – Responsabilidade integral do fiador.

1. Se a fiança não foi limitada no ato de sua prestação, respondem os fiadores pela integralidade das obrigações decorrentes do contrato, bem como pelas indenizações decorrentes do descumprimento de qualquer delas.

2. A fiança prestada em caráter universal, sem restrições, faz dos fiadores co-responsáveis por todo e qualquer prejuízo causado pelo afiançado.

3. Recurso não conhecido (STJ, 1994).

A garantia real, por sua vez, resta caracterizada quando o devedor segrega um bem específico de seu patrimônio e o vincula ao pagamento de uma obrigação. Tais garantias são tidas como direitos reais, apesar de não possuírem todos os seus elementos, pois primordialmente autorizam o credor a promover a venda forçada do bem sem a necessidade de autorização do devedor.

Classificam-se, assim, como direitos reais porque asseguram a seu titular a prerrogativa de obter o pagamento de uma dívida com o valor ou a renda de um bem aplicado exclusivamente à sua satisfação (RODRIGUES, 2007, p. 334).

Sem dúvida, dão maior segurança ao credor, pois, se o valor do bem for superior ao do débito, será maior a probabilidade de o credor receber a integralidade do seu crédito.

São espécies de garantias reais a hipoteca, o penhor, a anticrese e a propriedade fiduciária.<sup>11</sup> As duas primeiras gozam de preferência, conferindo a seu titular a prerrogativa de apropriar-se da venda judicial da coisa sem a concorrência dos demais credores.

Apesar de não se beneficiar da preferência, o credor anticrético tem o direito de reter a coisa dada em garantia enquanto a dívida não for paga, limitado ao prazo de 15 anos desde a data da sua constituição.

Outro grande atrativo das garantias reais, também decorrente de sua natureza, é o fato de que se ligam ao bem, independentemente da pessoa que o detenha, o que significa dizer que o credor pode reclamá-lo de qualquer um que esteja com a sua posse para sobre ele exercer o seu direito.

Em linhas gerais, são essas as características das garantias reais que, em tese, minimizam o risco das instituições financeiras por

---

<sup>11</sup> Farias e Rosenthal (2008) entendem que a propriedade fiduciária é verdadeiro direito real de garantia, contudo preferiram estudar esse modelo ao lado das demais formas diferenciadas de propriedade.

elas garantidas. Contudo, antes de se adentrar nas demais questões que fazem parte do objeto do presente artigo, ainda é preciso trazer os principais conceitos aplicados a cada uma das espécies de direitos reais de garantia.

### **Penhor**

O penhor nada mais é do que o direito real de garantia sobre coisa móvel, ou, segundo Clóvis Beviláqua *apud* Rodrigues (2007, p. 349), o direito real que submete uma coisa móvel ou mobilizável ao pagamento de uma dívida. Pode ser de várias espécies, inclusive rural, industrial, mercantil, de ações e de veículos, hipóteses em que os bens empenhados seguirão em poder do devedor.

### **Anticrese**

A anticrese, conforme o magistério de Gomes (2004, p. 406), caracteriza-se por ser o direito real sobre imóvel alheio, em virtude do qual o credor obtém a posse da coisa a fim de perceber os frutos e imputá-los no pagamento da dívida, juros e capital. Distingue-se do penhor comum porque recai sobre bem imóvel e por autorizar que o credor receba os seus frutos até que a obrigação seja adimplida, ao mesmo tempo que não permite ao credor vendê-lo judicialmente, apenas retê-lo até o pagamento da dívida.

### **Hipoteca**

A hipoteca, por sua vez, é o direito real que o devedor confere ao credor, sobre um bem imóvel de sua propriedade ou de outrem, para que tal coisa responda, preferentemente ao credor, pelo resgate da dívida (RODRIGUES, 2007, p. 389). Em caso de não pagamento da dívida, o credor hipotecário pode alienar judicialmente o bem

que lhe foi dado como garantia, apropriando-se do preço até o limite do seu crédito.

A doutrina de Coelho (2006, p. 239-240) ainda distingue os direitos reais de garantia dos direitos reais em garantia. Enquanto os primeiros, os quais foram objeto da análise acima, oneram bem da propriedade do devedor, os direitos reais em garantia incidem sobre bem da propriedade resolúvel do credor. Ou seja, nessa espécie de direitos reais, o credor torna-se proprietário da coisa originariamente pertencente ao devedor, resolvendo-a com o cumprimento da obrigação principal ou na hipótese de inadimplemento, quando executada a garantia.

No caso dos direitos reais em garantia, de acordo com o objeto da oneração, a garantia decorrerá de alienação fiduciária em garantia ou de cessão fiduciária de direitos creditórios. Na primeira espécie, os bens serão necessariamente corpóreos, imóveis ou móveis, fungíveis ou infungíveis, ao passo que, na segunda, a garantia será a oneração de créditos (recebíveis) que o devedor possui perante terceiros.

### **Propriedade fiduciária**

De acordo com Gonçalves (2006, p. 402),

na propriedade fiduciária dá-se a transferência do domínio do bem móvel ao credor, denominado fiduciário (em geral, uma financeira, que forneceu o numerário para aquisição), em garantia do pagamento, permanecendo o devedor (fiduciante) com a posse direta da coisa. [...] O domínio do credor é resolúvel, pois se resolve automaticamente em favor do devedor alienante, sem necessidade de outro ato, uma vez paga a última parcela da dívida.<sup>12</sup>

---

<sup>12</sup> Impende lembrar que, a partir da edição da Lei 9.514, de 20 de novembro de 1997, passou a ser possível, no Brasil, a utilização da alienação fiduciária de bens imóveis.

O bem a ser dado em garantia nessas hipóteses será, na maioria das vezes, as ações de titularidade do fundo, ou seja, as ações representativas do capital social das empresas investidas pelo fundo.

Para que tenha validade perante terceiros, as instituições financeiras credoras devem tomar o especial cuidado de averbar a alienação fiduciária das ações nos registros pertinentes da companhia. Em relação às ações nominativas de sociedade anônima fechada, a averbação será feita no Livro de Registro de Ações Nominativas ou, em se tratando de ações nominativas escriturais de sociedade anônima aberta, nos livros da instituição financeira que mantém a conta de depósito das ações.

A formalização da alienação fiduciária de ações deverá, entre outras matérias, especificar a quantidade e a espécie das ações alienadas, regras sobre o exercício do direito de voto pelo devedor fiduciante, bem como sobre a fruição dos rendimentos oriundos das ações dadas em garantia, os quais podem ou não, a critério das partes, integrá-la.

O regramento quanto ao exercício do direito de voto é um ponto extremamente relevante, na medida em que o artigo 113, parágrafo único, da Lei 6.404/76 deixa explícito que tal direito só poderá ser exercido pelo devedor-fiduciante nos termos estabelecidos no contrato (BRASIL, 1976).

Deve existir, contudo, razoabilidade nessas disposições contratuais, definindo-se como matérias sujeitas ao consentimento aquelas de interesse direto do credor, sem, no entanto, ofender prerrogativas individuais asseguradas por lei ao próprio acionista devedor.

Assim, por exemplo, o credor fiduciário pode exigir que o fiduciante se abstenha de votar ou condicione o seu exercício ao prévio consentimento dele em alguns tipos de deliberações, tais como aquelas cujo objetivo seja a dissolução e a liquidação da companhia

emissora das ações, reorganizações societárias que impliquem a redução do seu capital social, distribuição de dividendos extraordinários em momentos de impontualidade do devedor com o financiamento garantido com as ações e venda de ativos relevantes, entre outros.

Como o exercício do voto em assembleias e o recebimento de dividendos caracterizam-se como direitos essenciais dos acionistas que não podem ser suprimidos sequer pelo estatuto social da companhia, tais hipóteses de restrição em decorrência da concessão das ações como garantia de uma obrigação guardam a atenção especial da doutrina especializada.

Modesto Carvalhosa (2009, p. 113) preocupa-se com o conflito de interesses latente que há nessas situações e ressalta que a *mens legis* da proibição de exercício de voto pelos credores se dá para evitar o controle da sociedade, sendo certo que, se fosse possível ao credor tomar para si, mesmo que temporariamente, o direito essencial de voto, ocorreria, certamente, uma série de concessões de empréstimos visando não à remuneração do capital mutuado, mas, sim, à obtenção de controle da companhia de que o devedor fosse detentor de percentual apreciável de ações.

Em face desse manifesto conflito de interesses entre credor e devedor, a doutrina destaca que o impedimento do exercício de voto pelo credor é absoluto, não lhe sendo autorizado contornar o preceito proibitivo de voto mediante o expediente da obtenção de mandato do acionista devedor, para votar em nome deste (CARVALHOSA, 2009, p. 113).

Importante salientar ainda que, diferentemente do penhor de ações, também denominado de caução de ações, a alienação fiduciária autoriza o credor fiduciário a alienar as ações diretamente, independentemente de leilão, hasta pública ou qualquer outra medida

judicial ou extrajudicial, gerando, por conseguinte, menor onerosidade para a instituição financeira nas hipóteses de *default* e menor prazo para a satisfação do seu crédito.

No entanto, há algumas questões que surgem quando as ações dadas em garantia são representativas do controle da companhia, quais sejam: no caso de inadimplemento, há a possibilidade de o credor aliená-las livremente, sem qualquer tipo de condicionante, acarretando a troca de controle? E se as ações forem representativas do capital social de uma sociedade detentora de uma concessão pública?

Como compatibilizar o exercício do direito de vender as ações dadas em garantia com o disposto no artigo 254-A da Lei 6.404/76, que prevê o chamado direito de *tag along* para os acionistas minoritários de companhias abertas, isto é, o direito de venda conjunta de suas ações com as ações representativas do controle, ao preço, no mínimo, equivalente a 80% do atribuído para as ações do acionista controlador?

O artigo 254-A da Lei das S.A. conferiu uma acepção ampla à expressão “alienação do controle acionário”, não tendo feito nenhuma ressalva para as hipóteses em que a troca de controle for decorrente do exercício do direito do credor fiduciário de vender as ações que lhe foram dadas em garantia quando a obrigação tiver sido inadimplida.

Ou seja, como a lei não estabeleceu qualquer tratamento diferenciado às hipóteses de alienação de ações que foram concedidas em garantia de determinada obrigação, a condição de eficácia estabelecida no dispositivo legal em tela também se aplica para esses casos. É a verdadeira aplicação do brocardo jurídico *ubi lex non distinguit, nec nos distinguere debemus*, segundo o qual onde a lei não distingue, não pode o intérprete distinguir.

Assim, a oferta pública por alienação de controle torna-se obrigatória não apenas nas hipóteses em que o antigo controlador vende

diretamente o conjunto das ações que compõem o bloco de controle para uma terceira pessoa ou grupo de pessoas.

Com efeito, os acionistas minoritários também poderão exigir a realização da oferta pública nos casos de alienação indireta do controle, quando é vendido o controle da sociedade controladora de determinada companhia aberta, ou em qualquer outra operação que, em seu conjunto, resulte na transferência do controle acionário de companhia aberta.

No tocante às ações representativas do controle de empresas concessionárias de serviços públicos, Eduardo Salomão Neto, em seus estudos sobre as garantias associadas a um *project finance*, dissipa todas as dúvidas que poderiam afligir o operador do direito.

Da leitura atenta do artigo publicado pelo ilustre autor, conclui-se que não há qualquer vedação à concessão de garantias tendo como lastro tais ações e, conseqüentemente, para a alienação delas em caso de *default* da obrigação que asseguram. Não há, portanto, qualquer incompatibilidade entre isso e o disposto no artigo 27 da Lei 8.987/95, que estabelece que a transferência de concessão ou do controle societário da concessionária sem prévia anuência do poder concedente implicará a caducidade da concessão (BRASIL, 1995).

Eduardo Salomão Neto (2005, p. 412-413) esclarece que

a garantia poderá ser excutida validamente, mesmo na falta de aprovação do poder concedente: a concessão, entretanto, caducará, destruindo ativo valioso da sociedade cujas ações ou quotas são objeto da garantia e, portanto, prejudicando indiretamente o valor das ações ou quotas.

Isto é, as ações de concessionárias públicas dadas em garantia podem ser alienadas para a satisfação do crédito. No entanto, na prática, tendem a ter um significativo desconto, dado que a possibilidade de caducidade afetará substancialmente o fluxo de caixa fu-

turo da companhia. Em virtude de todas as questões destacadas acima, entende-se que as instituições financeiras devem ter cautela em aceitar as ações como a única garantia de um contrato de financiamento. Recomenda-se aos financiadores que, sempre que possível, as ações em garantia sejam de companhias que não guardem relação com a tomadora dos recursos, o que minimizará, em caso de um desempenho econômico-financeiro ruim que acarrete a insolvência da devedora, a possibilidade de o crédito não ser satisfeito. Além disso, é prudente também evitar aceitar como principal garantia as ações representativas do controle do capital social de companhias abertas e de concessionárias de serviços públicos.

### **Outras formas assecuratórias do crédito concedido para empresas que possuem fundos de investimento como acionistas relevantes**

#### **Chamada suplementar de capital**

Além das tradicionais garantias concedidas pelos fundos de investimento, as instituições financeiras podem exigir uma chamada suplementar de capital em determinadas circunstâncias que a recomendarem, normalmente vinculada a uma nova capitalização da sociedade devedora que lhe assegure liquidez. Nesses casos, os cotistas do fundo firmam um compromisso de investimento e um boletim de subscrição definindo os valores que se comprometem a aportar, ficando, em princípio, limitados a aportar aquele valor.

Com o compromisso de realizar um aporte suplementar de capital, os cotistas assumem a obrigação de, caso haja um inadimplemento, financeiro ou não, de uma das empresas investidas, aportar no fundo, por meio de novo boletim de subscrição, valores suficientes para a quitação do débito.

Essa modalidade traz como benefício aos cotistas o limite da garantia e, portanto, o limite da perda possível, ao passo que, para o credor, traz como benefício o reconhecimento prévio, por parte dos cotistas, da obrigação de realizar novos aportes no fundo para sanar débito de uma companhia investida, sem que seja necessária qualquer discussão acerca de patrimônio líquido negativo ou natureza jurídica do fundo.

### **Reserva para sobrecusto**

O financiador também poderá exigir a chamada reserva para sobrecusto, que nada mais é do que exigir do fundo que este reserve um percentual de seu patrimônio comprometido para despendar com eventual sobrecusto de um projeto.

Nesse ponto, é importante lembrar que a finalidade de um fundo é investir em ativos, e seu retorno depende disso. Se houver a exigência de um alto percentual do patrimônio comprometido para a reserva de sobrecusto, o fundo não poderá realizar o número de operações planejadas, o que dificultará a obtenção do retorno financeiro e o equilíbrio da carteira.

Assim, caso o financiador entenda que é aplicável a exigência dessa reserva, é importante que não se restrinja demasiadamente o planejamento estratégico de investimentos do fundo, por meio do estabelecimento de um valor muito alto para a reserva em relação ao patrimônio comprometido, pois pode prejudicar, de forma significativa, a atuação do gestor e, conseqüentemente, o retorno financeiro do fundo.

### **Medidas propostas ao financiador**

Em face da recente possibilidade de fundos de investimento garantirem os financiamentos, cabe tecer algumas considerações sobre as

medidas que as instituições financiadoras poderiam negociar almejando maior segurança.

Dessa forma, serão destacadas algumas propostas com a análise de seus pontos positivos e negativos.

### **Identificação dos cotistas**

Há casos em que os gestores e administradores de fundos de investimento não estão autorizados a informar o nome dos investidores dos fundos. Em geral, os nomes dos cotistas constam nas atas das assembleias de cotistas, que são documentos públicos registrados na Comissão de Valores Mobiliários. Entretanto, não são raros os casos em que, para proteger seus nomes, as atas são arquivadas na CVM apenas com o nome do administrador.

A identificação dos cotistas do fundo ganha maior importância no caso de garantias fidejussórias. Nessa hipótese, é recomendável, antes da concessão do financiamento, que seja feita uma análise da capacidade de pagamento dos cotistas, pois, caso o fundo não possua recursos para pagar sua dívida e caracterize uma situação de patrimônio líquido negativo, os cotistas poderão responder pelo débito com o financiador.

Nesse contexto, caso haja interesse por parte de cotistas de manter o anonimato, o fundo deve privilegiar a concessão de garantias reais. Dessa forma, fica reduzida a importância da capacidade de pagamento dos cotistas porque haverá um bem destacado para o pagamento da dívida.

### **Restrição de transferência de cotas**

Da mesma forma que a identificação dos cotistas, a restrição de transferência de cotas somente se justifica quando houver garantias

pessoais. Se for o caso de fornecimento de garantia real, a segurança do credor é oriunda da avaliação do bem.

Cabe destacar que, atualmente, o mercado secundário de cotas de fundos de investimento no Brasil é pequeno. A partir do momento que existir um expressivo mercado de cessão de suas cotas, um fundo de investimento terá capacidade maior de captação de investidores, o que gerará o fortalecimento dessa indústria e o aumento de recursos para as companhias nacionais, fomentando, assim, seu desenvolvimento.

Diante disso, a restrição à transferência de cotas somente deve ser utilizada pelo financiador quando for estritamente necessária, o que não parece ser o caso quando houver a prestação de garantia real por parte do fundo.

### **Constituição de uma *holding* para mais de um ativo**

Um dos principais benefícios do investimento em um fundo de investimento é o benefício fiscal. Como regra geral para os investidores, o administrador do fundo deve reter 15% para pagamento de Imposto de Renda no momento em que a amortização de cotas superar o valor investido.<sup>13</sup>

Assim, a criação de uma *holding*, que teria de pagar Imposto de Renda anualmente, poderia expressar a perda desse benefício. Por outro lado, uma *holding* que investe em todos os ativos do fundo representa maior segurança para o financiador porque os demais ativos

---

<sup>13</sup> Lei 11.312/06 – Artigo 2º Os rendimentos auferidos no resgate de cotas dos Fundos de Investimento em Participações, Fundos de Investimento em Cotas de Fundos de Investimento em Participações e Fundos de Investimento em Empresas Emergentes, inclusive quando decorrentes da liquidação do fundo, ficam sujeitos ao imposto de renda na fonte à alíquota de 15% (quinze por cento) incidente sobre a diferença positiva entre o valor de resgate e o custo de aquisição das cotas (BRASIL, 2006).

do fundo também vão estar garantindo a dívida. Além disso, as ações da *holding*, em tese, terão uma liquidez maior que um único ativo.

Deve-se observar que o efeito da diluição do risco em face da existência dos demais ativos da carteira também pode ser obtido com a prestação de fiança por parte do fundo.

Dessa forma, pela ótica dos investidores, deve ser sopesada a segurança oferecida ao credor com a constituição da *holding* em face do possível prejuízo fiscal.

### **Prazo de duração**

Na liquidação do fundo, que pode ocorrer, a qualquer tempo, por deliberação em assembleia geral ou pelo encerramento do prazo previsto em seu regulamento, todos os ativos passam para seus cotistas na proporção de suas cotas.

Assim, pode-se dizer que, se os cotistas receberem um bem que foi dado em garantia, estes devem observar o direito de sequela do credor, um dos efeitos dos direitos reais em garantia, que, na linha do ensinamento de Carlos Roberto Gonçalves (2006, p. 502-503), é:

o direito de reclamar e perseguir a coisa, em poder de quem quer que se encontre, para sobre ela exercer o seu direito de excussão, pois o valor do bem está afeto à satisfação do crédito. Assim, quem adquire o imóvel hipotecado, por exemplo, está sujeito a vê-lo levado à hasta pública, para pagamento da dívida que está a garantir.

Entretanto, deve-se levar em conta que, com o encerramento do fundo, poderá ser mais penoso para o credor, em virtude da pluralidade de cotistas que titularizarão o bem diretamente, o acompanhamento e a manutenção da garantia, assim como um eventual processo de execução.

No caso de garantias fidejussórias, se o prazo do fundo for inferior ao prazo do contrato e da garantia, os cotistas do fundo devem assinar o contrato de financiamento reconhecendo a responsabilidade pela dívida em caso de encerramento do fundo. Apesar de entendermos que a alegação dessa responsabilidade poderia advir da liquidação do fundo, até mesmo pela sua natureza de condomínio, trata-se de uma medida que pode evitar eventuais questionamentos, por parte dos cotistas, sobre a existência de sua responsabilidade e o nível desta, pois, em princípio, os cotistas responderiam apenas por suas cotas-partes.

Entretanto, obter a assinatura de todos os cotistas em contratos firmados pelo fundo não é uma prática comum de mercado e pode ser de difícil operacionalização em fundos com muitos investidores, com investidores estrangeiros ou que possuam investidores que desejem manter o anonimato.

Diante disso, tanto nos casos de garantias reais quanto nos de garantias fidejussórias, é recomendável que o prazo do fundo seja igual ou superior à duração da garantia e que a liquidação antecipada do fundo necessite do consentimento do credor. Pode-se dizer que essa medida representa maior segurança para o financiador e um benefício operacional para o fundo.

## **Conclusão**

Conforme foi dito no presente artigo, apesar da vedação expressa nas instruções que disciplinam os fundos de investimento em participações em empresas, a CVM firmou o entendimento na linha de permitir a prestação de garantia por parte desses fundos, desde que aprovada pelos cotistas.

Seguindo essa linha, a CVM realizou a Audiência Pública SDM 9/12, que resultou na alteração da Instrução CVM 391/03, per-

mitindo de forma expressa a prestação de garantias por parte dos FIPs desde que observadas algumas condições.

A permissão expressa de prestação de garantias por parte dos FIPs representa um avanço para essa modalidade de investimento, pois irá facilitar ou até mesmo viabilizar a realização de projetos, em especial os de infraestrutura. Conforme mencionado, não é raro que um fundo seja o controlador de uma empresa e, na maioria dos casos, o fundo participa do bloco de controle. Assim, considerando que é uma prática comum na negociação de um financiamento a exigência de garantia por parte do controlador, tal medida será significativamente benéfica para os FIPs.

Conforme ressaltado, há diversas garantias que podem ser prestadas pelos fundos, cabendo aos cotistas e ao financiador a escolha da garantia que atenda mais adequadamente aos interesses de ambas as partes. Tal escolha deve levar em conta o limite de exposição aceito pelos cotistas e as restrições apresentadas pelo credor.

As restrições apresentadas pelos financiadores devem considerar a natureza da garantia e a natureza jurídica do fundo, sendo recomendável que sua duração esteja em linha com o prazo de amortização do financiamento.

Em relação aos cotistas, pode-se dizer que a proteção maior se encontra na garantia real e não na garantia fidejussória, pois, conforme destacado anteriormente, a fiança prestada a um só débito por mais de uma pessoa importa o compromisso de solidariedade entre elas, se declaradamente não se reservarem o benefício de divisão, o que significa que os cotistas poderão ser considerados cofiadores, possibilitando que apenas um deles seja chamado a pagar integralmente a dívida garantida pelo fundo.

Entretanto, deve-se evitar a concessão de garantias cruzadas entre ativos da carteira, de forma que um ativo que tenha um desempenho ruim não contamine os demais.

Por fim, apesar de representar um avanço e uma clara vantagem para a indústria de fundos de investimento, a permissão da concessão de garantia também representa uma possibilidade de aumento significativo dos riscos de um cotista. Dessa forma, os cotistas devem estar cientes desses riscos quando subscreverem cotas de um fundo que possua um regulamento que permite a concessão de garantias, pois sua exposição ao risco poderá ser ampliada, ainda que o cotista não anua com a prestação de garantias em deliberação de assembleia geral.

## Referências

ABVCAP – ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DE PRIVATE EQUITY & VENTURE CAPITAL. *Consolidação de dados da indústria de private equity e venture capital no Brasil*. Rio de Janeiro, 2015. Disponível em: <<http://www.abvcap.com.br/pesquisas/estudos.aspx?c=pt-br>>. Acesso em: 29 jul. 2015.

ALONSO, F. R. Os fundos de investimentos. *Revista de Direito Mercantil*, v. 1, 1971.

BRASIL. *Lei 6.404, de 15 de dezembro de 1976*. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. Disponível em: <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/L6404compilada.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L6404compilada.htm)>. Acesso em: 6 jun. 2016.

\_\_\_\_\_. *Lei 8.987, de 13 de fevereiro de 1995*. Dispõe sobre o regime de concessão e permissão da prestação de serviços públicos previsto no art. 175 da Constituição Federal, e dá outras providências. Disponível em: <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/L9514.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L9514.htm)>. Acesso em: 6 jun. 2016.

\_\_\_\_\_. *Lei 9.514, de 20 de novembro de 1997*. Dispõe sobre o Sistema de Financiamento Imobiliário, institui a alienação fiduciária de coisa

imóvel e dá outras providências. Disponível em: <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/L8987compilada.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L8987compilada.htm)>. Acesso em: 6 jun. 2016.

\_\_\_\_\_. *Lei 11.312, de 27 de junho de 2006*. Reduz a zero as alíquotas do imposto de renda e da Contribuição Provisória sobre Movimentação ou Transmissão de Valores e de Créditos e Direitos de Natureza Financeira – CPMF nos casos que especifica; altera a Lei 9.311, de 24 de outubro de 1996; e dá outras providências. Disponível em: <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/\\_Ato2004-2006/2006/Lei/L11312.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_Ato2004-2006/2006/Lei/L11312.htm)>. Acesso em: 6 jun. 2016.

CARVALHOSA, M. *Comentários à Lei de Sociedades Anônimas: Lei 6404/76: 2º volume*. 4. ed. São Paulo: Saraiva, 2009.

COELHO, F. U. *Curso de Direito Civil: volume 4*. São Paulo: Saraiva, 2006.

CVM – COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. *Instrução CVM 209, de 25 de março de 1994*. Dispõe sobre a constituição, o funcionamento e a administração dos Fundos Mútuos de Investimento em Empresas Emergentes. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/inst/anexos/200/inst209consolid.pdf>>. Acesso em: 6 jun. 2016.

\_\_\_\_\_. *Instrução CVM 391, de 16 de julho de 2003*. Dispõe sobre a constituição, o funcionamento e a administração dos Fundos de Investimento em Participações. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/inst/anexos/200/inst209consolid.pdf>>. Acesso em: 6 jun. 2016.

\_\_\_\_\_. *Instrução CVM 409, de 18 de agosto de 2004*. Dispõe sobre a constituição, a administração, o funcionamento e a divulgação de informações dos fundos de investimento. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/inst/anexos/400/inst409consolid.pdf>>. Acesso em: 6 jun. 2016.

\_\_\_\_\_. *MEMO/SIN/GIE 137/2009, de 26 de março de 2009*. Pedidos de Dispensa de Requisito Normativo – Processos CVM RJ-2007-10205, RJ-2008-7011, 8253, 10912, 11489 e RJ-2009-1293. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisooes/anexos/0005/6457-0.pdf>>. Acesso em: 22 jun. 2016.

\_\_\_\_\_. *Instrução CVM 535, de 28 de junho de 2013*. Altera dispositivos da Instrução CVM 391, de 16 de julho de 2003. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/inst/anexos/500/inst535.pdf>>. Acesso em: 6 jun. 2016.

\_\_\_\_\_. *Instrução CVM 555, de 17 de dezembro de 2014*. Dispõe sobre a constituição, a administração, o funcionamento e a divulgação de informações dos fundos de investimento. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/inst/anexos/500/inst555.pdf>>. Acesso em: 6 jun. 2016.

FARIAS, C.; ROSENVALD, C. *Direitos reais*. Rio de Janeiro: Lumen Juris, 2008.

FREITAS, R. S. *Natureza jurídica dos fundos de investimento*. São Paulo: Quartier Latin, 2006.

GOMES, O. *Direitos reais*. 19. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2004.

GONÇALVES, C. R. *Direito civil brasileiro: direito das coisas: volume 5*. São Paulo: Saraiva, 2006.

KPMG; ABVCAP – ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DE PRIVATE EQUITY & VENTURE CAPITAL. *Consolidação de dados da indústria de private equity e venture capital no Brasil: 2011-2012-2013-2014*. [S.l.: s.n.], 2015. Disponível em: <<http://www.abvcap.com.br/Download/Estudos/3233.pdf>>. Acesso em: 10 jun. 2016.

MARTINS DE CARVALHO, M. T. *Regime jurídico dos fundos de investimento*. São Paulo: Quartier Latin, 2012.

MELO, M. A. B. *Direito das coisas*. Rio de Janeiro: Lumen Iuris, 2007.

RODRIGUES, E. A. S.; TAKEDA, T.; ARAÚJO, A. P. *Qual o impacto das garantias reais na taxa de juros de empréstimo bancário no Brasil?: uma breve avaliação com base nos dados do SCR*. Brasília: Banco Central do Brasil, 2004. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/pec/semecobancred2004/port/papervi.pdf>>. Acesso em: 9 mar. 2016.

RODRIGUES, S. *Direito Civil*: volume 5. 28. ed. São Paulo: Saraiva, 2007.

SALOMÃO NETO, E. *Direito bancário*. São Paulo: Atlas, 2005.

STJ – SUPERIOR TRIBUNAL DE JUSTIÇA. *Recurso Especial*: REsp 49568 SP 1994/0016727-0. Civil – Locação de imóvel – Contrato garantido por fiança – Descumprimento de cláusula contratual – Perdas e danos – Obrigação do fiador – Recurso especial – Ofensa ao artigo 908 do Código Civil – Responsabilidade integral do fiador.