

Assunto: Recurso contra decisão da SIN

Interessado: Hedging-Griffo CV S.A.

Relator: Luiz Antonio de Sampaio Campos

Senhores Membros do Colegiado,

1. Trata-se de recurso interposto por Hedging-Griffo Corretora de Valores S.A. ("Hedging-Griffo"), na qualidade de administradora de Tarpon HG Fundo de Investimento em Ações ("Fundo"), destinado a investidores qualificados, contra decisão da Superintendência de Relações com Investidores Institucionais - SIN, manifestada através do Ofício/CVM/SIN/GIC/Nº1662/02 (fls. 104/105), que determinou (i) o resgate do montante aplicado naquele fundo por FIFs, (ii) a publicação de esclarecimentos no jornal Gazeta Mercantil, objetivando evitar erros de avaliação por parte do público investidor, em decorrência da divulgação de reportagem do jornal que continha informações equivocadas sobre o fundo, e (iii) a supressão da palavra Tarpon da denominação do fundo, de forma a evitar engano entre o fundo e o gestor Tarpon Investimentos (fls. 139/147).
2. Em juízo de retratação, nos termos do item III da Deliberação CVM nº 202/96, a SIN reconsiderou as decisões descritas nos itens (ii) e (iii), persistindo a determinação de resgate do montante aplicado no Tarpon HG por FIFs, uma vez que estes não se enquadrariam como investidores qualificados, nos termos do art. 99 da Instrução CVM nº 302/99, com a redação dada pelas Instruções CVM nºs 326/00 e 336/00.
3. O recurso interposto pela Hedging-Griffo CV S.A., datado de 28/11/2002, apresenta os seguintes argumentos a respeito do resgate de investidores não enquadrados como qualificados (fls. 139/147):
 - i. os FIFs mencionados teriam investimentos efetuados por investidores qualificados, o que permitiria o entendimento de que os FIFs, no caso, são meros veículos dos investidores qualificados, que através deles investem no Fundo Tarpon, sem qualquer prejuízo para a segurança de tais investidores, ou dano para o mercado;
 - ii. seriam quotistas do fundo 38 pessoas físicas, 3 pessoas jurídicas, 9 FIFs. 1 FAC e 1 Clube de Investimentos;
 - iii. nos FIFs e no FAC, bem como no Clube de Investimentos, seus aplicadores igualmente são investidores qualificados;
 - iv. tais aplicadores se utilizam dos FIFs apenas como veículos de seu investimento, até porque aqueles FIFs, como quaisquer fundos, constituem comunhões de interesses, constituídas sob a forma de condomínios;
 - v. a correta interpretação da Instrução CVM nº 302/99 permitiria que investidores qualificados investissem no Fundo Tarpon através de FIFs, sendo que tais FIFs seriam administrados pela própria administradora do Fundo Tarpon, com completo alinhamento de interesses;
 - vi. nem quanto à forma – dado que os FIFs são comunhões de interesse sem personalidade jurídica – nem quanto à essência, desde que se está diante de dupla proteção quanto à capacidade de julgamento dos investidores – se justifica uma interpretação restritiva da Instrução CVM nº 302/99, que impeça a aplicação de investidores qualificados em FITVM's através de FIFs;
 - vii. seria o caso de se aplicar à hipótese o inciso XIII, do parágrafo único, do artigo 2º, da Lei nº 9.784/99, segundo o qual cumpre à autoridade adotar a "interpretação da norma administrativa da forma que melhor garanta o atendimento do fim público a que se dirige, vedada aplicação retroativa de nova interpretação".
4. Na mesma data de 28/11/2002, a Hedging-Griffo, em resposta a quesitos constantes do ofício objeto do recurso, apresentou petição ao Superintendente de Relações com Investidores Institucionais com outros argumentos a esse respeito:
 - i. o critério utilizado para a qualificação dos investidores como qualificados foi o da Instrução 302/99, tendo entendido a administradora que as pessoas físicas poderiam investir através de FIFs, alguns dos quais exclusivos, o outros compostos apenas por investidores qualificados;
 - ii. quanto ao conceito de investidor qualificado, ressalta que, com o advento da Medida Provisória nº 1.637/98, depois transformada na Lei nº 10/198/01, bem como da Lei nº 10/303/01, que alterou a Lei nº 6.385/76, o conceito de valor mobiliário sofreu significativa alteração no direito brasileiro, passando a serem abrangidos como valores mobiliários, quando ofertados publicamente "quaisquer outros títulos ou contratos de investimento coletivo, que gerem direito de participação, de parceria ou remuneração, inclusive resultante de prestação de serviços, cujos rendimentos advêm do esforço do empreendedor ou de terceiros" (art. 2º, IX da Lei nº 6.385/76);
 - iii. com isso, o art. 99, V da Instrução CVM nº 302/99 teria se tornado redundante, pois as quotas de fundos de investimento em geral, inclusive FIFs, passaram a ser consideradas como valores mobiliários;
 - iv. tal entendimento teria sido, inclusive, confirmado com a edição da Decisão Conjunta CVM/BACEN nº 10/02, na qual se afirma que foi transferida à CVM a competência para disciplinar "quaisquer títulos ou contratos de investimento coletivos ofertados publicamente, entre os quais se incluem as quotas de fundos de investimento financeiro, fundos de aplicação em quotas de fundos de investimento e fundos de investimento no exterior";
 - v. o citado art. 99, V da Instrução CVM nº 302/99, que considera qualificados "investidores individuais que possuam carteiras de valores mobiliários e/ou cotas de fundos de investimentos de valor superior a R\$ 250.000,00 (duzentos e cinqüenta mil reais)" seria redundante, pois quotas de fundos de investimento, quaisquer que sejam, seriam valores mobiliários;
 - vi. quanto às pessoas físicas, o critério utilizado para considerá-las investidores qualificados foi o da titularidade de investimentos em valores mobiliários (incluindo quotas de FIFs) em valor superior a R\$ 250.000,00;
 - vii. a listagem apresentada anexa à petição demonstraria que todos os investidores pessoas físicas que aplicaram diretamente no fundo, à exceção de um, estariam enquadrados;

- viii. o mesmo critério teria sido utilizado para os investidores que se utilizaram de FIFs como veículos de investimentos, não havendo pessoas físicas desenquadradas;
 - ix. quanto às pessoas jurídicas, apesar de algumas demonstrarem aplicações vultosas, não atenderiam ao requisito da existência de patrimônio líquido de R\$ 5.000.000,00;
 - x. tratando-se de pessoas jurídicas investindo diretamente no fundo, a Hedging-Griffo reconhece que estariam desenquadrados, comprometendo-se a efetuar os resgates em prazo razoável;
 - xi. no que respeita aos investidores pessoas jurídicas que aplicaram indiretamente, ou seja, através de FIFs, não haveria restrição para a aplicação (conforme descrito acima);
 - xii. por estarem protegidos estas pessoas jurídicas que investem em FIFs pela atuação do seu administrador, poderiam ter sua aplicação dispensada no caso específico, pelo que requer seja submetida ao Colegiado solicitação nesse sentido.
5. Ao analisar o recurso interposto pela, a GIC manifestou o seguinte entendimento (fls. 221/222):
- i. não seria cabível a alegação da administradora de que os FIFs devem ser considerados investidores qualificados, uma vez que os cotistas dos FIFs estariam protegidos pela existência do administrador como seu representante junto ao Fundo Tarpon;
 - ii. a Instrução CVM nº 326/00 suprimiu do artigo 99 da Instrução CVM nº 302/99 o inciso que considerava FIF como investidor qualificado, com o objetivo de não permitir que as restrições da legislação da CVM fossem flexibilizadas quando o investimento fosse feito através de um FIF;
 - iii. a determinação de resgate do montante aplicado por FIFs no Tarpon HG Fundo de Investimento em ações deveria ser mantida, os demais cotistas que não se enquadram no conceito de investidores qualificados também deveriam ter suas cotas resgatadas, sem prejuízo da aplicação da penalidade administrativa;
 - iv. a participação do Clube de Investimentos Max seria irregular, uma vez que a Instrução CVM nº 40/84 não permitiria a aplicação de Clubes de Investimento em cotas de fundos de investimento em títulos e valores mobiliários, portanto, também deveria ser determinado o resgate das cotas do clube;
6. A SIN, ao encaminhar o recurso à Superintendência Geral, assim se manifestou (fls. 224/225):
- i. o artigo 99 da instrução CVM nº 302/99 não admitiria que FIFs sejam considerados investidores qualificados;
 - ii. o administrador admitiria em seu arrazoado que existem quotistas nos FIFs que não são considerados investidores qualificados, o que faria cair por terra o argumento de que os FIFs são meros veículos de investidores qualificados;
 - iii. também teria sido verificado os seguintes quotistas diretos do Tarpon HG Fundo de Investimentos em Ações não seriam investidores qualificados, conforme definido no artigo 99 da Instrução 302/99: a) Sr. Ricardo Frank Semler, conforme informação do próprio administrador (fls. 109), e b) Clube de Investimento MAX (fls. 126), pois esta modalidade de investimento coletivo voluntário, de acordo com a Instrução CVM nº 40/84, alterada pela Instrução CVM nº 224/94, está proibida de aplicar em quotas de fundos de investimentos em títulos e valores mobiliários;
 - iv. manteve a determinação de resgate de todos os FIFs que são quotistas do Tarpon HG Fundo de Investimentos em Ações, e dos outros dois quotistas acima identificados.
7. O recurso interposto merece provimento, pelas razões adiante expostas.
8. A questão está em se verificar se os FIFs que detivessem como quotistas apenas investidores qualificados poderiam continuar como quotistas do fundo Tarpon, pois a decisão recorrida, consubstanciada no Ofício/CVM/SIN/GIC/Nº1662/02 (fls. 104/105), limita-se a determinar que a Recorrente deve tão-somente:
- "3. Efetuar o resgate do montante aplicado pelos FIF's que se encontram como quotistas do fundo, uma vez os mesmos não são considerados investidores qualificados pelo Artigo 99 da Instrução CVM nº 302/99, com redação dada pelas Instruções CVM nº 326/00 e 336/00."
9. A esse respeito, a Recorrente alega, em essência, que (i) a atuação profissional dos administradores destes fundos constituiria verdadeira proteção a seus investidores, caracterizando-os como investidores qualificados, e (ii) os FIFs seriam meros veículos de investidores qualificados.
10. Por sua vez, a SIN destaca que, quanto ao segundo ponto, a própria Recorrente admite que existem quotistas nos FIFs que não poderiam ser considerados como qualificados.
11. A esse respeito, é de se notar que a própria Recorrente, na hipótese de a CVM não entender que os FIFs possam ser considerados investidores qualificados, já se comprometeu a efetuar o resgate dos quotistas dos FIFs que não se enquadram como investidores qualificados, nos termos da Instrução CVM nº 302/99.
12. O presente caso apenas confirma que o conceito de investidor qualificado adotado pela CVM está a merecer profunda reforma, não só pelas novas atribuições da CVM, mas também pelo decurso do tempo e da própria experiência da CVM que mostrou, em certas situações, ser inadequado o conceito em vigor, que trata como qualificadas pessoas que têm apenas patrimônio vultoso, e não considera como investidores qualificados pessoas com larga formação e experiência no mercado de capitais.
13. Além disso, a regulação, ao menos do ponto de vista formal, ignora a realidade ao tratar diferentemente pessoas físicas e jurídicas, em casos onde a pessoa jurídica é nada mais do que um veículo legítimo das pessoas físicas, e bem assim outros casos onde há apenas a interposição de veículos.
14. A esse respeito, recordo que, no princípio de 2001, enviei à SDM e à SIN um alentado e muito bem elaborado estudo que a SEC submeteu à audiência pública sobre os diversos conceitos existentes na legislação norte-americana sobre investidores qualificados e a eventual oportunidade de unificação destes.
15. Igualmente, destaco, ainda como nota genérica e para reflexão apenas, que, para a solução do caso, não me parece necessário entrar na discussão, que entendo procedente, sobre o ponto de referência, ou talvez o centro de gravidade, sobre o qual deve girar o conceito de investidor qualificado. De fato, a meu ver, o que deveria ser a nota característica seria a presença, com poder de decisão, de pessoas acostumadas e com expertise para operar no mercado de capitais, e nesse conceito fatalmente estariam os fundos e demais veículos

administrados por pessoas credenciadas pela CVM como administradores de carteira, quanto mais quando estas pessoas têm uma série de deveres e responsabilidade com os titulares de recursos de que administram.

16. E o argumento de que haveria indiretamente recursos de investidores não qualificados não me impressiona, pois nos fundos de pensão também há recursos de milhares de poupadores, como nas companhias abertas e por aí vai, e nem por isso a CVM deixa de considerá-los investidores qualificados.
17. Mas o ponto que me parece relevante para a solução da questão é que, em sua redação original, o artigo 99 da Instrução CVM nº 302/99 considerava os fundos de investimento regulados e fiscalizados pelo Bacen como investidores qualificados, dentre eles, o fundo de investimento financeiro, ou, simplesmente, "FIF":

"Art. 99. Para efeito do disposto no artigo anterior, são considerados investidores qualificados:

I - instituições financeiras;

II - companhias seguradoras e sociedades de capitalização;

III - entidades abertas e fechadas de previdência privada;

IV - fundos de investimento regulados e fiscalizados pelo Banco Central do Brasil;

V - pessoas jurídicas não financeiras com patrimônio líquido superior a R\$ 5.000.000,00 (cinco milhões de reais); e

VI - carteiras de valores mobiliários de valor superior a R\$ 500.000,00 (quinhentos mil reais) administradas, discricionariamente, por administrador autorizado pela CVM a prestar serviços de administração de carteira, nos termos do art. 23 da Lei n.º 6.385/76."

18. O inciso IV do artigo 99 foi posteriormente excluído pelas Instruções CVM nºs 326/00 e 336/00, passando o citado dispositivo a exibir a seguinte redação:

Art. 99. Para efeito do disposto no artigo anterior, são considerados investidores qualificados:

I - instituições financeiras;

II - companhias seguradoras e sociedades de capitalização;

III - entidades abertas e fechadas de previdência privada;

IV - pessoas jurídicas não financeiras com patrimônio líquido superior a R\$5.000.000,00 (cinco milhões de reais); (NR)

Inciso IV com redação dada pela Instrução CVM nº 326, de 11 de fevereiro de 2000.

V - investidores individuais que possuam carteiras de valores mobiliários e/ou cotas de fundos de investimentos de valor superior a R\$ 250.000,00 (duzentos e cinquenta mil reais); (NR)

Inciso V com redação dada pela Instrução CVM nº 336, de 15 de maio de 2000.

VI - fundos de investimento em cotas destinados exclusivamente a investidores qualificados; e (NR)

Inciso VI com redação dada pela Instrução CVM nº 326, de 11 de fevereiro de 2000.

VII - pessoas físicas com patrimônio superior a R\$ 5.000.000,00 (cinco milhões de reais) comprovados através da declaração de bens apresentada por ocasião da última declaração de imposto de renda. (NR)

Inciso VII acrescentado pela Instrução CVM nº 326, de 11 de fevereiro de 2000."

19. De acordo com a Gerência de Credenciamento de Investidores Institucionais - GIC, a Instrução CVM nº 326/00 suprimiu o antigo inciso IV do artigo 99, que considerava FIF como investidor qualificado, "com o objetivo de não permitir que as restrições das regulamentações da CVM fossem flexibilizadas quando o investimento fosse feito através de um FIF". Ainda segundo a GIC, não se estaria discutindo o enquadramento dos quotistas dos FIFs como investidores qualificados, mas sim o enquadramento dos FIFs.
20. Dito de outra forma, a CVM optou por excluir os FIFs da definição de investidor qualificado essencialmente por conta da dificuldade que a CVM teria em fiscalizar estes fundos, cujos poderes de regulação, supervisão e fiscalização seriam do Conselho Monetário Nacional e do Banco Central do Brasil.
21. À vista destas dificuldades, muito mais operacionais do que conceituais, decidiu-se, naquele momento e de acordo com as razões e circunstâncias que à época se justificavam, por restringir o conceito de investidor qualificado.
22. Ocorre que hoje a realidade, o substrato fático, é completamente diferente, neste particular. Parece-me, então, oportuno enfrentar a questão com os olhos na realidade de hoje, e não na realidade de ontem. E com esses olhos, com essa cosmovisão, não vejo fundamentos em rejeitar a interpretação da recorrente. Como já se disse, é correndo para o mar que o rio é fiel à sua fonte.
23. É que com a promulgação da Lei nº 10.303/01 alargou-se a esfera de competência da CVM, consolidando inclusive novo conceito legal de valores mobiliários. Resultado disso foi a transferência para a esfera da CVM dos próprios fundos de investimento financeiros. A CVM passou, então, a ter os poderes de regulamentação, supervisão e fiscalização sobre estes fundos, o que ensejou, inclusive, a Deliberação Conjunta CVM/BACEN nº 10/02, que procurou tratar adequadamente a questão sem solução de continuidade.
24. Tendo passado à CVM a regulação e fiscalização dos fundos que anteriormente estavam sob a esfera de competência do Bacen, dentre eles os FIFs, cabe a esta Autarquia buscar compatibilizar a regulação de fundos de renda variável e fundos de renda fixa, orientação, aliás, já proposta para o projeto que está sendo elaborado, de forma a facilitar o ambiente regulatório e evitar aquilo que se convencionou chamar de arbitragem regulatória.
25. O fato é que, enquanto regulados por entidades diferentes da administração pública, poder-se-ia dizer que a diferença de tratamento entre os fundos de investimento financeiro e os demais fundos regulados pela CVM poderia parecer razoável, pelas circunstâncias e conceitos da época, inclusive no tocante aos requisitos aplicáveis aos respectivos administradores. Contudo, passando os FIFs à competência regulatória da CVM, não me parece razoável manter tal diferenciação.

26. Afinal, ambos caracterizam-se como instrumentos de captação da poupança popular, diferenciando-se apenas em razão do limite de concentração de certos ativos.
27. Considerados tais argumentos, parece-me que se deveria autorizar a Recorrente a receber aplicações de FIFs que tenham como quotistas exclusivamente investidores qualificados, sendo certo que a CVM deveria em breve vir a caracterizá-los como investidores qualificados nas suas normas, para melhor informação do mercado, conforme a orientação que proponho neste voto.
28. No tocante ao segundo argumento, que diz respeito ao Clube de Investimento MAX, consoante a SIN, não seria permitida a sua aplicação em quotas de fundos de investimento de qualquer tipo, na forma do que dispõem os §§ 1º e 2º do art. 1º da Instrução CVM nº 40/84:
- "§ 1º A carteira do Clube de Investimento a que se refere esta Instrução será constituída por no mínimo 51% (cinquenta e um por cento) em ações, bônus de subscrição e debêntures conversíveis em ações, de emissão de companhias abertas adquiridas em bolsas de valores ou no mercado de balcão organizado por entidades autorizadas pela CVM ou durante período de distribuição pública.
- § 2º O saldo dos recursos pode ser aplicado em:
- a) posições em mercados organizados de liquidação futura envolvendo contratos referenciados em ações ou índices de ações;
 - b) outros valores mobiliários de emissão de companhias abertas, adquiridos em bolsas de valores ou no mercado de balcão organizado por entidade autorizada pela CVM ou durante período de distribuição pública;
 - c) quotas de fundos de renda fixa e títulos de renda fixa de livre escolha do administrador;
 - d) opções não padronizadas, de que trata a Instrução CVM nº 223, de 10 de novembro de 1994."

29. Nesse particular, inicialmente, destaco que este ponto não foi objeto da decisão recorrida; tal questão foi suscitada no MEMO/CVM/SIN/Nº010/03, que encaminhou ao Colegiado o presente recurso, sem que fosse ouvida a Recorrente a respeito. A meu ver, deveria a Recorrente ter sido intimada a se manifestar sobre tal conclusão da SIN, o que, no entanto, não foi feito.

30. A despeito disso e pela conclusão a que chego, não vejo utilidade em intimar o Recorrente a se manifestar sobre este assunto, porque a presença de clube de investimento no caso presente também não me parece ser inadequada.

31. De fato, à época em que foi editada a Instrução CVM nº 40/84, vigia a seguinte redação para o art. 2º da Lei nº 6.385/76:

"Art.2º São valores mobiliários sujeitos ao regime desta Lei:

 - I - as ações, partes beneficiárias e debêntures, os cupões desses títulos e os bônus de subscrição;
 - II - os certificados de depósito de valores mobiliários;
 - III - outros títulos criados ou emitidos pelas sociedades anônimas, a critério do Conselho Monetário Nacional."

32. Assim, não seria razoável vedar – até porque, frise-se, a norma citada não veda tal aplicação expressamente, mas apenas não a permite de forma expressa – a aplicação de clubes de investimento em quotas de fundos de investimento em valores mobiliários se é permitido que, no mínimo, 51% da carteira seja composta de ações, bônus de subscrição e debêntures conversíveis em ações por companhias abertas, ativos estes que são, a rigor, os ativos principais que podem constituir a carteira de um fundo de investimento em ações.

33. Ainda a esse respeito, noto que a Instrução CVM nº 40/84 prevê a possibilidade de as bolsas de valores regulamentarem, no âmbito de suas competências, o funcionamento do clube de investimento, devendo tais regulamentos e suas alterações serem encaminhados à CVM.

34. E a Bolsa de Valores de São Paulo – BOVESPA, dando execução a esta sua competência, vêm baixando regulamentos sobre o assunto, a exemplo da vigente Resolução N.º 276/01-CA, que estabelece em seu artigo 36 e § 1º o seguinte:

"Artigo 36 - Os recursos do CLUBE DE INVESTIMENTO, constituído nos termos do ESTATUTO SOCIAL e do presente REGULAMENTO, serão aplicados, pelo ADMINISTRADOR DA CARTEIRA, no mínimo, 51% (cinquenta e um por cento) em ações e/ou bônus de subscrição e/ou debêntures conversíveis em ações, de emissão de companhias abertas adquiridas em bolsas de valores ou no mercado de balcão organizado por entidades autorizadas pela CVM ou durante período de distribuição pública, ou ainda, adquiridas de empresas em processo de privatização.

§ 1º - Alternativamente, a parcela mínima de 51% referida no caput deste artigo poderá ser representada por quotas de fundos de investimentos em ações distribuídas por instituições autorizadas pela CVM, desde que as carteiras dos referidos fundos atendam também o percentual de aplicação definido no caput deste artigo." (grifei)

35. Considerando o acima exposto, entendo que não deve prevalecer o entendimento de que os clubes de investimento estariam proibidos de aplicar em quotas de fundos de investimento. Na mesma linha, e, mais especificamente, os clubes de investimento destinados a investidores qualificados poderiam aplicar em quotas de fundos de investimento em ações destinados a investidores qualificados.

36. No caso concreto, da leitura da ata de assembléia geral de quotistas do Clube de Investimento Max, realizada em 29/11/02 (fls. 165/167), constato ser o clube de investimento em questão integrado exclusivamente a investidores qualificados, conforme definição da Instrução CVM nº 302/99, razão pela qual entendo se possa aplicar, quanto ao clube de investimento, a mesma solução acima proposta para os FIFs.

37. Considerando tais argumentos, a meu ver, tanto os FIFs exclusivamente destinados a investidores qualificados, quanto os clubes de investimento exclusivamente destinados a investidores qualificados deveriam, na forma do art 98 e ss da Instrução CVM nº302/99, ser admitidos como quotistas de fundos de investimento em ações destinados a investidores qualificados, devendo a CVM buscar avaliar as demais situações de forma a compatibilizar o conceito de investidor qualificado previsto em seu normativos com a nova realidade decorrente da ampliação do conceito legal de valores mobiliários e o conseqüente alargamento da esfera de competência da Autarquia.

38. Infelizmente, muitas vezes no Brasil se prefere proibir o uso ao invés de coibir o abuso, porque talvez seja mais cômodo ou mais fácil; talvez menos arriscado, todavia, certamente, menos eficiente. Mas gostaria de ressaltar que, a meu ver, a graça, a beleza, a inteligência da regulação não está em restringir, em proibir, mas, sim, em permitir, em tornar viável, com a proteção adequada. Parece-me que é papel do regulador procurar na regulação evitar que as más e ilegítimas práticas tenham curso, mas sem com isso impedir que as boas e legítimas atividades sejam exercidas. Não há justiça nem mérito em fazer que os bons agentes paguem pelos maus ou sejam por eles cerceados. É este, em minha opinião, o segredo e o desafio da boa regulação, afinal de contas vivemos sob os signos da liberdade e da livre iniciativa. E este conceito é tanto mais aplicável quando se considera o papel relevante e disposto em lei que a CVM tem de desenvolver o mercado e não apenas de regulá-lo.

Conciliando este dois comandos legais, vemos que a CVM deve regular o mercado com vistas ao seu desenvolvimento e isto não se faz proibindo ou restringindo práticas legítimas, mas sim reprimindo as ilegítimas.

39. Por todo o acima exposto, voto pelo integral provimento do recurso da Hedging-Griffo, a qual, no entanto, deverá comprovar à área técnica que tanto no FIF como no fundo de ações permanecerão apenas, direta ou indiretamente, investidores qualificados.

É o meu voto.

Rio de Janeiro, 8 de abril de 2003

Luiz Antonio de Sampaio Campos

Diretor-Relator