

Para: SRE MEMO/SRE/GER-2/Nº 103/2005

De: GER-2 Data: 07 de julho de 2005

Assunto: Fundo de Investimento em Participações – Processo CVM Nº RJ/2005/3402

Senhor Superintendente,

Reportamo-nos ao processo contendo os pedidos de registro de funcionamento do InfraBrasil Fundo de Investimento em Participações ("Fundo") e da oferta pública de distribuição de cotas de sua emissão, ora em análise nesta SRE/GER-2.

O regulamento do Fundo contém três dispositivos cuja adequação à regulamentação vigente desejamos apresentar à apreciação do Colegiado, a saber:

- (i) Realização de operações com derivativos para fins de proteção da carteira do Fundo;
- (ii) Investimento em debêntures simples; e
- (iii) Poder de veto do BID em determinadas deliberações de competência privativa da assembléia geral de cotistas.

Ademais, através de expediente de 4 de julho do corrente, é solicitada dispensa de publicação de anúncio de início e encerramento da oferta pública, bem como reconsideração de algumas exigências ligadas ao formato e conteúdo do prospecto, sendo este último alvo de análise e decisão no âmbito da própria SRE.

Cabe assinalar que no referido expediente os interessados manifestam de forma explícita o entendimento de que a colocação das cotas se dará em oferta pública.

1. HISTÓRICO:

Através de expediente datado de 6/5/2005, o Banco ABN AMRO Real S.A., instituição administradora do Fundo ("Administrador"), requereu manifestação desta CVM acerca da possibilidade de o Fundo realizar operações com derivativos para fins de *hedge* cambial, visando à proteção do patrimônio do mesmo – Processo CVM nº RJ/2005/2986.

A PFE, através do MEMO/PFE-CVM/GJU-2/Nº 94/05 (Anexo 1), de 13/5/2005, nos forneceu seu entendimento de que, exclusivamente para fins de proteção patrimonial, não há óbice à realização de operações com derivativos pelos fundos de investimento em participações ("FIPs") que possuam apoio de organismos de fomento, nos termos do art. 6º, § único, da Instrução CVM nº 391/03 ("Instrução").

Em 20/5/2005, o Administrador protocolou nesta Comissão os documentos previstos no art. 4º da Instrução, assim dando ensejo à concessão do registro automático de funcionamento do Fundo por parte desta Superintendência.

Em 25/5/2005, formulamos nova consulta à PFE, desta vez indagando se fundos de investimento em participações podem aplicar recursos em debêntures simples – MEMO/SRE/Nº 87/2005.

Também em 25/5/2005, a SRE comunicou o número do registro automático de oferta pública de distribuição de cotas de emissão do Fundo, através do OFÍCIO/CVM/SRE/Nº 872/2005.

Em resposta à nossa consulta, a PFE, através do MEMO/PFE-CVM/GJU-2/Nº 108/05, de 1º/6/2005, respondeu de maneira restritiva, concluindo pela impossibilidade de fundos de investimento em participações realizarem aplicações em debêntures simples.

Em 10/6/2005, expedimos o OFÍCIO/CVM/SRE/GER-2/Nº 981/2005 (Anexo 2), solicitando à Administradora o atendimento de determinadas exigências relativas aos registros do fundo e da oferta pública de cotas.

Embora algumas exigências ainda careçam de atendimento, estamos apreciando o pedido de reconsideração de algumas exigências ligadas ao formato e conteúdo do prospecto de distribuição, que por tratar-se de um fundo de participações não poderá conter todas as informações que são previstas na Instrução CVM nº 400/03.

Em 04/07/05, recebemos 2 expedientes (Anexo 3) do Banco ABN: o primeiro apresenta entendimento acerca da possibilidade de aquisição de debêntures simples e o segundo sobre o pedido de reconsideração de algumas exigências ligadas ao formato e conteúdo do prospecto, bem como ao pedido de dispensa de publicação de anúncio de início e encerramento da distribuição.

Das Características do Fundo

O Fundo é um condomínio fechado, com prazo de duração de 15 anos e é destinado a investidores qualificados.

O Fundo é administrado e gerido pelo Banco ABN AMRO Real S.A. (cadastrado como administrador de carteira nesta CVM). A custódia dos ativos integrantes de sua carteira será feita pelo Banco Bradesco S.A. e suas cotas serão admitidas à negociação em bolsa de valores ou mercado de balcão organizado.

O Fundo contará com apoio financeiro do Banco Inter-Americano de Desenvolvimento ("BID"), através da celebração de um contrato de empréstimo, no valor de US\$ 75 milhões, descrito no Capítulo XII do Regulamento. Tal apoio coloca a constituição e o funcionamento do Fundo sob a égide da Instrução CVM nº 406/04.

O patrimônio inicial do Fundo terá valor equivalente a, no mínimo, R\$ 900 milhões e, no máximo, a R\$ 1,5 bilhão. Como o preço de subscrição de cada cota é de R\$ 10 mil, inicialmente serão distribuídas entre 90 mil e 150 mil cotas.

O patrimônio do Fundo será representado por cotas seniores e subordinadas, sendo que as seniores representarão 77% do patrimônio e as subordinadas 23%. O pagamento da amortização destas últimas estará condicionado aos pagamentos feitos às cotas seniores.

Nos termos do item 11.2 do Regulamento, será admitida a emissão de novas cotas, mediante aprovação de um comitê de investimento e desde que haja justificativa para a captação de recursos para a realização de novos investimentos.

O Fundo poderá fazer investimentos de longo prazo em (a) debêntures, simples ou conversíveis em ações; (b) ações; (c) bônus de subscrição; e (d) outros valores mobiliários conversíveis ou permutáveis em ações – item 8.1 do Regulamento.

Os valores mobiliários objeto de investimento do Fundo serão de emissão de companhias que tenham por objetivo o desenvolvimento, investimento e financiamento de projetos de infra-estrutura – item 8.2 do Regulamento.

2. MANIFESTAÇÕES DA PFE:

2.1. Sobre o Hedge

O art. 6º, § único, da Instrução possibilita aos FIPs a realização de operações com derivativos, exclusivamente para fins de proteção patrimonial da carteira.

Já a Instrução CVM nº 406/04 dispõe acerca das operações dos FIPs que obtenham apoio financeiro de organismos de fomento.

A questão colocada é referente à aplicabilidade do art. 6º, § único, da Instrução aos FIPs de que trata a Instrução CVM nº 406/04, ou se seria necessária a alteração deste ato normativo.

A PFE entende que a aplicação do dispositivo ao caso concreto deve ser imediata, sendo desnecessária a alteração da Instrução CVM nº 406/04.

Isto porque a Instrução é norma geral, sendo, como tal, aplicável aos casos regulamentados pela Instrução CVM nº 406/04, naquilo que não forem incompatíveis.

A PFE concluiu que não há óbice à realização de operações com derivativos por parte dos FIPs que obtenham apoio de organismos de fomento, exclusivamente para fins de proteção patrimonial de suas carteiras, nos termos do art. 6º, § único, da Instrução.

2.2 Sobre a Realização de Investimento em Debêntures Simples

O art. 2º da Instrução possui a seguinte construção normativa: (a) enunciado casuístico evidenciado na seqüência dos valores mobiliários – ações, debêntures e bônus de subscrição; e

(b) ao enunciado, segue-se uma fórmula genérica evidenciada pela locução: "*ou outros títulos e valores mobiliários conversíveis ou permutáveis em ações de emissão de companhias*".

Observando técnica de uso corrente na legislação penal, foi utilizado o recurso da interpretação analógica, posto que não seria adequado prever todos os títulos passíveis de formar a carteira necessária à estruturação de um FIP.

Assim, a via da interpretação analógica permitiria ampliar o conteúdo do normativo em tela, com vistas a abranger hipóteses que, embora não previstas expressamente pelo legislador, são por ele também queridas, já que visam a conferir uma maior efetividade aos mecanismos ligados ao FIP.

A questão em tela é se, através de uma interpretação extensiva, poder-se-ia incluir as debêntures simples entre os valores mobiliários aptos a integrarem a carteira de um FIP.

Debêntures simples são títulos representativos de um contrato de mútuo, afastada que é a possibilidade de sua conversão ou permuta em ações da companhia emissora.

Isto posto, quando o art. 2º da Instrução CVM nº 391/03 dispõe acerca da possibilidade de um FIP aplicar recursos em debêntures, dever-se-ia entender que, neste gênero, não se inclui a espécie "debênture simples", haja vista que tal espécie não é passível de permuta ou conversão em ações – condição essencial e inafastável para um valor mobiliário ser adquirido por um FIP.

A PFE entende estar diante de caso em que se impõe proceder a uma interpretação restritiva, pois, a prevalecer entendimento diverso, não seriam vislumbrados óbices a um FIP que investisse todos os seus recursos, por exemplo, em notas promissórias comerciais, já que, em essência, tanto essas como as debêntures simples são títulos representativos de dívida.

Todavia, o aspecto da conversibilidade/permuta é condição-meio de uma finalidade maior – influenciar na direção dos negócios sociais¹ - a qual não estão aptas nem as notas promissórias comerciais nem as debêntures simples, haja vista não ensejarem participação no "*processo decisório da companhia investida, com efetiva influência na definição de sua política estratégica e na sua gestão, notadamente através da indicação de membros do Conselho de Administração*".

Ademais, caso afastado o óbice de uma interpretação *contra legem* que, segundo parece à PFE, restaria presente caso admitido que FIPs adquirissem debêntures simples, ainda impor-se-ia demonstrar que tal decisão revela-se pertinente e razoável (teste de razoabilidade), uma vez que: (a) não se mostraria transgressora de normas concretas e expressas; e (b) guardaria uma proporção adequada entre os meios que emprega e o fim que o normativo deseja alcançar.

Em razão de todo o exposto, a PFE respondeu negativamente à questão em tela, manifestando seu julgamento de que FIPs não podem aplicar recursos na aquisição de debêntures simples.

Entretanto, por ser sustentável a tese em sentido oposto – FIPs poderiam aplicar recursos na aquisição de debêntures simples –, a PFE sugeriu o encaminhamento da presente matéria à apreciação do Colegiado, por ser este o intérprete mais autorizado dos atos normativos editados por esta Comissão.

3. MANIFESTAÇÃO DO BANCO ABN

Através do expediente enviado em 04 de julho do corrente, o ABN apresenta considerações sobre a possibilidade de um fundo de investimento em participações investir em debêntures simples. Segundo o banco, o próprio texto da Instrução 391 estabelece que é possível a um FIP investir em debêntures, restando a dúvida se a Instrução refere-se à debêntures conversíveis ou não. Ainda no entendimento dele, não obstante os pontos colocados nas considerações iniciais, a Instrução 391 expressamente permite a aquisição por um FIP de debêntures não conversíveis, uma vez que a expressão "*outros títulos e valores mobiliários conversíveis em ações*" não poderia aplicar-se a todos os instrumentos (ações, debêntures e bônus de subscrição) mencionados naquela frase, já que isso indicaria que "ações" deveriam ser também conversíveis, o que não faria sentido.

Em relação especificamente ao fundo InfraBrasil, argumenta que as quotas seniores, que devem representar aproximadamente 80% das quotas do fundo, têm amortização gradual, ou seja, perfil semelhante ao de renda fixa. Assim, precisam casar os recursos disponibilizados ao Fundo através de quotas seniores e do empréstimo do BID com ativos de renda fixa, no caso debêntures simples.

Segundo o banco, "para não limitarmos nossas oportunidades, é necessário que tenhamos flexibilidade para realizar investimentos em debêntures simples sem a obrigatoriedade de investimento conjunto em ações da mesma companhia, uma vez que cada companhia apresenta características e necessidades de captação singulares, portanto um investimento obrigatório em modalidades híbridas (ações e dívida) pode não ser atrativo e a impossibilidade de investir apenas em dívida reduzirá a capacidade do administrador de proporcionar o rendimento adequado aos investidores".

Argumenta ainda, que todos os investimentos a serem feitos em debêntures simples deverão ser sempre realizados em debêntures privadas. As

principais características das debêntures que o fundo pretende adquirir são as seguintes:

- (a) todas as debêntures a serem adquiridas garantirão a participação do InfraBrasil na política estratégica e na gestão da companhia, por meio de direitos e garantias contratuais, mecanismos estes que garantem a influência nas principais decisões das Companhias investidas como forma de proteção ao crédito disponibilizado pelo Fundo;
- (b) nessas condições, as características das debêntures são objeto de negociação entre o investidor e o emissor;
- (c) em razão das negociações em cada emissão, as debêntures serão diferenciadas em cada caso para atender as necessidades de cada emissor específico;
- (d) como forma de assegurar a participação na política estratégica e na gestão da companhia o InfraBrasil colocará, dentre outras, as seguintes condições de investimento em suas negociações: (I) direitos de veto sobre algumas matérias (tais como: investimentos, aquisições e endividamentos relevantes, reorganizações societárias, pedidos de liquidação ou recuperação judicial ou extrajudicial); (II) controles sobre o fluxo de recursos; (III) outorga de ativos, direito e ações da empresa como investida ou garantia de suas obrigações; (IV) covenants financeiros e não-financeiros; e (V) obrigações sócio-ambientais; (VI) dependendo do caso, conversibilidade em ações.

Ademais, o Banco ABN solicita dispensa de publicação do anúncio de início e encerramento da distribuição, argumentando que "apesar de se tratar de oferta pública tal como salientado por esta D. Comissão no Ofício/CVM/SRE/No. 872/2005, a presente oferta não se destina ao público em geral propriamente dito, mas somente a determinados investidores qualificados. Conforme definido pelo Administrador e dadas as características exclusivas dos potenciais investidores, estes serão contatados pessoalmente de forma a serem mantidas reuniões privadas para a apresentação e esclarecimentos sobre o potencial e características do Fundo. Em vista da forma diferenciada de divulgação do Fundo, entendemos não haver necessidade de observância à exigência de ampla divulgação à oferta como previsto nos artigos 29 e 52 da Instrução 400, uma vez que não é intenção atrair investidores do público em geral, mas somente determinados investidores qualificados que serão contatados na forma acima referida, pelo que solicitamos a reconsideração e dispensa da exigência 5.1. com base no artigo 4º, inciso VII da Instrução 400".

4. NOSSAS CONSIDERAÇÕES:

No que se refere à questão da utilização de operações com derivativos para fins de proteção patrimonial dos ativos que compõem a carteira do Fundo – item 8.9 (ii) do Regulamento, em complemento à manifestação da PFE, alertamos que o art. 6º, § único, da Instrução apresenta outros dois requisitos a serem observados para que as operações com derivativos sejam possíveis:

- (i) a proteção patrimonial tem que ocorrer através de operações com opções; e
- (ii) as opções têm que ter como ativo subjacente valor mobiliário integrante da carteira ou no qual haja direito de conversão.

No caso concreto, o Fundo objetiva poder utilizar-se de *hedge* cambial, visando proteger seu patrimônio contra variações de seu passivo em moeda estrangeira.

Todavia, não observa o Fundo os requisitos da Instrução acima ressaltados, não restando a esta área técnica outra alternativa que não interpretar o dispositivo do regulamento do Fundo que trata do *hedge* como ilegal.

Já no que se tange à possibilidade do Fundo realizar investimentos em debêntures simples, tecemos as seguintes considerações:

- (i) O item 8.1 (i) do Regulamento dispõe que o Fundo pode fazer investimentos de longo prazo em debêntures simples;
- (ii) O item 8.5.4 do Regulamento estabelece que investimentos em ações, bem como em títulos conversíveis em ações, estarão condicionados a investimentos simultâneos em debêntures de emissão da mesma companhia;
- (iii) O item 8.5.5 do Regulamento excepciona o dispositivo supra, permitindo ao Fundo realizar investimento em ações sem a simultânea realização de investimentos em debêntures, desde que uma justificativa para tal investimento, contendo análise do risco de crédito decorrente da "*dissociação entre investimentos em capital de risco e investimento em dívida*", seja aprovada pelo Comitê de Investimentos;

Diante do acima exposto, e tendo em vista que o Regulamento estabelece rígidos e precisos critérios de elegibilidade para a definição das companhias que receberão investimentos, parece-nos que a intenção do Fundo é realizar, prioritariamente, operações estruturadas, de forma que seu objetivo seja perseguido através da aquisição de títulos de dívida independentemente de participação nas companhias investidas.

Tendo em vista que o art. 2º da Instrução deixa claro que os FIPs devem participar " *do processo decisório da companhia investida, com efetiva influência na definição de sua política estratégica e na sua gestão, notadamente através da indicação de membros do Conselho de Administração*", entendemos ser possível o investimento em debêntures simples de emissão de determinada companhia, desde que permita ao Fundo participar da gestão da investida, nos termos do art. 2º em tela.

Ressaltamos, no entanto, que por tratar-se exclusivamente de investimento em debêntures privadas, conforme expediente do ABN, as escrituras de emissão das debêntures simples adquiridas devam possuir dispositivos que (a) permitam ao Fundo impor padrões de boa governança corporativa companhia investida, conforme o previsto no art. 2º da Instrução, e (b) contemplem o vencimento antecipado das debêntures e mecanismos de participação administrativa.

Destacamos que o item 12.2 (vi) do Regulamento estabelece que o BID poderá vetar determinadas deliberações de competência privativa da assembléia geral de cotistas. Tal dispositivo foi objeto de exigência desta área técnica. Entendemos que a interferência na administração do fundo por um "não cotista" pode representar um risco aos legítimos interesses da comunidade de cotistas e causar um eventual prejuízo ao fundo. Além disso, a atuação do BID poderá interferir no dever de diligência do administrador do fundo.

No presente caso, sendo o BID um organismo multilateral de renome, cujas políticas e intenções são de conhecimento público, entendemos que um eventual veto do BID seguiria sua linha de atuação e portanto seria de certa forma previsível.

Finalmente, em relação ao pleito de dispensa da publicação do anúncio de início e encerramento, uma vez que a oferta não se destina ao público em geral, mas somente a determinados investidores qualificados restritos, estamos totalmente de acordo com a dispensa do referido requisito de registro pelo Colegiado.

5. CONCLUSÃO:

Tendo em vista que nossa posição no que se refere à possibilidade do Fundo realizar operações com derivativos para fins de *hedge* cambial não está plenamente de acordo com a manifestação da PFE, solicitamos que o Colegiado se pronuncie sobre a matéria, de forma a fornecer o entendimento desta

Autarquia sobre a questão.

Ademais, aproveitando a oportunidade, sugerimos que o Colegiado avalie a possibilidade de modificar o disposto no art. 6º, § único, da Instrução, de forma a permitir que as operações com derivativos para fins de *hedge* da carteira não sejam limitadas à: (i) utilização de opções, haja vista que o mercado brasileiro possui outros diversos instrumentos perfeitamente adequados para esse fim; e, (ii) que tenha como ativo subjacente valor mobiliário da carteira do fundo.

Em resumo, sugerimos que futuramente a redação do citado dispositivo regulamentar seja modificada para:

Parágrafo Único: É vedado ao fundo a realização de operações com derivativos, exceto quando tais operações sejam realizadas exclusivamente para fins de proteção patrimonial.

Submetemos, ainda, à apreciação do Colegiado, a possibilidade do Fundo realizar investimentos em debêntures simples privadas na forma proposta pelo BID, desde que sejam asseguradas a participação no processo decisório e, principalmente, a efetiva influência na definição da política estratégica e na gestão da companhia a ser investida.

Quanto ao poder de veto do BID, disposto no regulamento do fundo, entendemos que o Colegiado pode conceder, excepcionalmente, autorização para que o Regulamento do presente fundo mantenha tal dispositivo, por se tratar do BID um organismo multilateral com atuações conhecidas e políticas específicas, o que restringe a preocupação desta área técnica de uma eventual interferência danosa aos interesses dos cotistas.

Ademais, estamos de acordo com a dispensa de publicação do anúncio de início e encerramento da oferta pelo Colegiado.

Finalmente, requeremos que esta GER-2 seja a relatora do presente caso na reunião do Colegiado da CVM.

Atenciosamente,

Felipe Claret da Mota

Gerente de Registro 2

Ao SGE,

De acordo com a proposta da GER-2.

Carlos Alberto Rebello Sobrinho

Superintendente de Registro de Valores Mobiliários

1 A preocupação do regulador com a questão da direção dos negócios sociais permeia toda a estrutura da Instrução CVM n° 391/03, ex vi, o disposto no § 2º, I, II e III do Art. 2º.