

Para: SGE MEMO/SRE/Nº 112/2006

De: SRE DATA: 17/5/2006

Assunto: Dispensa de Requisito do Registro de Oferta Pública de Distribuição da 1ª Emissão de Cotas do AG Angra Infra-estrutura Fundo de Investimento em Participações – Processo CVM RJ/2005/8625

Senhor Superintendente Geral,

A BEM Distribuidora de Títulos e Valores Mobiliários S.A. ("BEM"), instituição administradora e líder da distribuição de cotas de emissão do AG Angra Infra-estrutura Fundo de Investimento em Participações ("Fundo") requer, através de expediente datado de 30 de março do corrente, a dispensa do cumprimento de requisito do registro para a oferta em referência, com fundamento no disposto no art. 4º da Instrução CVM nº 400/03 e no seu Anexo I, a saber:

- Dispensa de apresentação de anúncios de início e encerramento da distribuição de cotas, conforme requerido pelos itens 7 e 8, do Anexo II da Instrução CVM nº 400/03;
- Dispensa de elaboração do prospecto de distribuição da 1ª emissão de cotas do Fundo, conforme requerido pelo Anexo II, item 5, da Instrução CVM nº 400/03;

1. A Oferta

O Fundo foi constituído, na forma da Instrução CVM 391/03, em 22 de novembro de 2005, sob a forma de condomínio fechado e com prazo de duração de 10 anos.

O regulamento do fundo, promulgado na mesma data referenciada no parágrafo anterior, dentre outros assuntos, deliberou que:

- a gestão da carteira do Fundo é de responsabilidade da Andrade Gutierrez – Angra Partners Gestão de Investimentos S.A.;
- os Compromissos de Investimento devem somar a quantia de R\$ 600 milhões. Contudo, a primeira subscrição de cotas se dará de modo que as atividades do Fundo poderão ter início a partir da formalização de compromissos de investimento no montante de R\$ 400 milhões. Tais compromissos de investimento poderão ser ampliados no prazo de 24 meses a contar da primeira subscrição, a critério do gestor do fundo, a um máximo de R\$ 750 milhões, por meio de subscrições adicionais;
- o valor inicial de cada cota é de R\$ 100.000,00 (cem mil reais);
- o objetivo específico do Fundo é obter remuneração de longo prazo, através de investimentos em companhias, abertas ou fechadas, integrantes dos diversos setores de atividade econômica relacionados à infra-estrutura;
- todos os cotistas deverão igualmente preencher o conceito de investidor qualificado, nos termos do artigo 109 da Instrução 409/04;
- as cotas não serão negociadas em bolsa de valores mobiliários ou mercado de balcão organizado;

Adicionalmente, cabe destacar que a colocação das cotas será restrita a um número reduzido de investidores qualificados específicos, tais como: PETROS, FUNCEF, FORLUZ, FUNDAÇÃO ATLÂNTICO, CELOS, CERES, PREVI, FAPES, POSTALIS, BANESPREV, PREVMINAS E CAF.

Já em 17 de janeiro de 2006, havíamos comunicado a concessão do registro de funcionamento do fundo de acordo com as normas contidas na Instrução CVM nº 391/03.

Em 3 de abril de 2006, com fundamento no artigo 9º, § 2º, da Instrução CVM nº 400/03, concedemos prorrogação do prazo para o cumprimento das exigências constantes do OFÍCIO/CVM/SRE/GER-2/Nº 361/2006, em resposta a expediente da BEM, protocolado na CVM em 30 de março do corrente.

2. Fundamento do Pedido:

A instituição administradora formula pedido de dispensa de certos requisitos que seriam exigíveis na distribuição pública de cotas do FIP, com fundamento no artigo 4º da Instrução 400 e no seu Anexo I. Especificamente, pleiteia a esta Comissão que dispense (i) a apresentação de anúncios de início e encerramento da distribuição de cotas e (ii) a apresentação de prospecto, pelas razões a seguir expostas.

Primeiramente, e conforme já havia sido destacado em correspondência encaminhada a esta CVM, em resposta a nossas exigências, a BEM ressalta que existe vedação expressa quanto à possibilidade de negociação das cotas em bolsa de valores ou mercado de balcão organizado, constando tal vedação tanto do Regulamento do FIP (artigo 19) quanto da minuta-padrão dos compromissos de investimento que serão celebrados individualmente com cada investidor. Não haveria, portanto, possibilidade de negociações públicas das cotas do FIP em mercado secundário.

No mesmo sentido argumenta ser importante mencionar que a distribuição de cotas do FIP não envolve e nem envolverá a colocação junto ao público em geral. Segundo as disposições do artigo 3º, incisos I a IV, da Instrução 400, a qualificação de uma distribuição pública leva em conta a prática de determinados atos de divulgação da oferta ou de prospecção do público em geral. Assim, devem ser afastadas as hipóteses dos incisos I, III e IV, que em nenhum momento foram praticadas pelo Administrador do FIP, a saber:

"I - a utilização de listas ou boletins de venda ou subscrição, folhetos, prospectos ou anúncios, destinados ao público, por qualquer meio ou forma;

(...)

III - a negociação feita em loja, escritório ou estabelecimento aberto ao público destinada, no todo ou em parte, a subscritores ou adquirentes indeterminados; ou

IV - a utilização de publicidade, oral ou escrita, cartas, anúncios, avisos, especialmente através de meios de comunicação de massa ou eletrônicos (páginas ou documentos na rede mundial ou outras redes abertas de computadores e correio eletrônico), entendendo-se como tal qualquer forma de comunicação dirigida ao público em geral com o fim de promover, diretamente ou através de terceiros que atuem por conta do ofertante ou da emissora, a subscrição ou alienação de valores mobiliários."

Com efeito, argumenta que a destinação das cotas é restrita a um reduzido número de investidores qualificados específicos, tais como PETROS, FUNCEF, FORLUZ, FUNDAÇÃO ATLÂNTICO, CELOS, CERES, PREVI, FAPES, POSTALIS, BANESPREV, PREVMINAS e CAF, alguns deles já tendo informado a sua decisão de investir no FIP.

Alega que vêm mantendo contato permanente com tais investidores por meio de reuniões e apresentações privadas, que visaram a, inclusive, adequar as características do FIP às especificações e necessidades desse restrito grupo. As mencionadas reuniões ou apresentações, deve-se frisar, são realizadas individualmente com cada um dos citados investidores envolvidos, em reuniões fechadas, e este procedimento é realizado com qualquer investidor que pretenda subscrever cotas do FIP.

Adicionalmente cita que a delimitação da presente distribuição de cotas unicamente a investidores qualificados, além de imposição da própria Instrução CVM n° 391/03 (artigo 5º), é refletida claramente no artigo 1º do Regulamento do FIP. Os compromissos de investimento utilizados pelo FIP, por sua vez, serão celebrados individualmente com cada um dos investidores qualificados envolvidos, e em estrita conformidade com os artigos aplicáveis da Instrução CVM n° 391/03.

Nesse contexto, o requerente refere-se ao entendimento de Nelson Eizirik (1), onde se pode identificar que as características da presente distribuição de cotas, se não a definem como privada, justificam que se dispense o uso de prospecto dirigido a seus destinatários:

"Assim, para distinguir-se a emissão pública da emissão privada, além da indeterminação dos ofertados e da inexistência de vínculos deles com a emissora, há que se perquirir sobre dois elementos adicionais: a qualificação dos ofertados e a disponibilidade de informações.

(...)

Relativamente à qualificação dos ofertados, deve ser verificado qual o seu grau de sofisticação como investidores. Nesta linha, cabe ser analisada a capacidade dos destinatários da oferta se assumirem os riscos do empreendimento, assim como o seu conhecimento de questões financeiras.

Podem ser consideradas privadas as emissões colocadas apenas junto a investidores sofisticados, os quais não necessitam da proteção estatal conferida pelo registro, uma vez que dispõem de suficiente poder de barganha frente à companhia emissora, até mesmo para discutir as condições financeiras da operação. Nesta linha, colocações realizadas unicamente para um número limitado de investidores institucionais, instituições financeiras ou sociedades de capital de risco podem ser consideradas como privadas, independentemente dos meios utilizados no processo de oferta."

Este entendimento alinha-se claramente ao disposto no artigo 1º da Instrução 400, na medida em que o conhecido problema da assimetria informacional no mercado de valores mobiliários não afeta a atuação de investidores qualificados. Assim, as restrições da presente distribuição de cotas a um pequeno número desses investidores, como é o caso, parecem claramente alinhadas ao mencionado dispositivo regulamentar.

Adicionalmente, o requerente cita que o artigo 4º da Instrução CVM n° 391/03, ao estabelecer a documentação que deve ser apresentada na ocasião do pedido de registro do FIP, informa, em seu inciso V, que o prospecto e o material de divulgação da distribuição das cotas (onde se incluem os anúncios de início e encerramento) são de uso e apresentação não-obrigatório, isto é, deveriam ser apresentados à CVM apenas se o administrador pretendesse fazer uso dos mesmos.

Dispõe o artigo em tela:

"Artigo 4º - O registro será automaticamente concedido mediante o protocolo na CVM dos seguintes documentos: (...)

V. material de divulgação a ser utilizado na distribuição de cotas do fundo, inclusive prospecto, se houver; (...)" (grifamos).

Assim, entende que a formulação de pedido de dispensa nos termos do artigo 4º da Instrução 400 também encontra respaldo na Instrução 391, que estabelece claramente a não-obrigatoriedade de uso dos documentos em questão nas distribuições de cotas de FIP.

Finalmente, afirma que, para fins de observância à exigência do artigo 4º, § 4º, da Instrução 400, os compromissos de investimento que serão assinados pelos cotistas do FIP conterão declaração específica atestando que os investidores:

- a. têm conhecimento e experiência em finanças e negócios suficientes para avaliar os riscos e o conteúdo da oferta e que são capazes de assumir tais riscos;
- b. tiveram amplo acesso às informações que julgaram necessárias e suficientes para a decisão de investimento, notadamente aquelas normalmente fornecidas no Prospecto; e
- c. têm conhecimento de que se trata de hipótese de dispensa de requisitos de registro, e se comprometem a observar o disposto no artigo 4º, § 4º, III, da Instrução 400.

Pelos argumentos aqui reunidos, o postulante entende que os pleitos acima expostos encontram-se devidamente justificados, pelo que requer a esta Comissão que autorize a dispensa de uso de prospecto e de anúncios de início e encerramento da presente distribuição.

3. Nossas Considerações

A cronologia dos eventos relatados e o fato do pedido de registro ser datado de 24/11/2005, leva-nos a concluir que a iniciativa da BEM de estruturar o produto, em função da demora de atender nossas exigências, defrontou-se com mudança na forma de aplicação da regra pela área técnica, em decorrência de determinação do Colegiado.

Lembro que, em reunião de 21/2/2006, o Colegiado analisou pontos importantes relacionados à disciplina aplicável a esses fundos, à distribuição pública ou privada de suas cotas, à negociação das cotas em mercado secundário e a seu registro perante esta CVM.

Em decorrência, já no dia 29 de março, esta SRE enviou aos administradores de fundos mútuos de investimento em empresas emergentes (FMIEE), de investimento em direitos creditórios (FIDC) e de investimento em participações (FIP), o OFÍCIO CIRCULAR/CVM/SRE/Nº 671/2006, para comunicar a mudança de critério para a concessão de registro para o funcionamento desses fundos, conforme decisão do Colegiado.

Informou, na oportunidade, que não mais seria concedido o registro de funcionamento de fundos que não realizem ofertas públicas de distribuição de suas cotas, alterando a interpretação e as exigências que a Superintendência havia formulado até então.

Não obstante, muito embora o requerente em suas argumentações iniciais tenha ressaltado que o caráter privado da oferta se sobreporia ao público, inclusive citando o entendimento de Nelson Eizirik, voluntariamente solicitou que a emissão fosse considerada pública por ter tomado conhecimento do teor da Ata de Reunião do Colegiado de 21.02.2006, tendo inclusive realizado o pagamento de taxa de fiscalização referente ao registro da oferta.

Por outro lado, no caso em tela, observa-se que o administrador do Fundo adotou dois procedimentos que caracterizam a oferta privada de cotas, anteriormente admitida pela SRE, a saber:

- a. Previsão no regulamento de que a negociação das cotas não se daria em bolsa ou mercado de balcão organizado.
- b. Realização de reuniões com potenciais investidores, sem a adoção das cautelas previstas no art. 43 da Instrução 400 para a consulta sobre a viabilidade da oferta.

Todavia, cabe salientar que obtivemos compromisso formal do administrador do fundo de adequar seu regulamento para prever a negociação das cotas em mercado público, após a "quarentena" de dezoito meses a que os cotistas se submetem para ingressar no fundo, em obediência ao disposto no artigo 26 da Instrução 391, que prevê:

"Art. 26 - As cotas do fundo que tenham sido objeto de distribuição pública, ressalvadas as negociações privadas entre investidores qualificados, somente poderão ser negociadas no mercado de bolsa ou de balcão organizado, cabendo ao intermediário assegurar a condição de investidor qualificado do adquirente de cotas."

Já a questão da mudança da forma da aplicação de regra vem sendo tratada recentemente pela CVM, com observância estrita do princípio da segurança jurídica, nos termos da lei que regula o processo administrativo da administração pública federal, vide como exemplo trecho de voto que respaldou decisão do Colegiado:

PROCESSOS CVM Nº RJ/2004/4558, RJ/2004/4559, RJ/2004/4569 e RJ/2004/4583

Assunto: Recursos contra manifestação de entendimento da Superintendência de Relações com Empresas (Ofício/CVM/SEP/GEA-3/nº269/04).

Interessados: Companhia Força e Luz Cataguazes-Leopoldina, Alliant Energy Holdings do Brasil Ltda., Marcelo Antônio Gonçalves Souza e Victor Adler

VOTO DO PRESIDENTE MARCELO FERNANDEZ TRINDADE

Em razão disto, parece-me mais prudente neste caso observar a regra do inciso XII do parágrafo único do art. 2º da Lei 9.784/99, que regula o processo administrativo da administração pública federal, segundo o qual deverá ser adotada 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".

Tal regra decorre da adoção do princípio da segurança jurídica, tão caro ao mercado de capitais. Já se afirmou, no e. Superior Tribunal de Justiça:

"II - A Lei 9.784/99 é, certamente, um dos mais importantes instrumentos de controle do relacionamento entre Administração e Cidadania. Seus dispositivos trouxeram para nosso Direito Administrativo, o devido processo legal. Não é exagero dizer que a Lei 9.784/99 instaurou no Brasil, o verdadeiro Estado de Direito.

III - A teor da Lei 9.784/99 (Art. 26), os atos administrativos devem ser objeto de intimação pessoal aos interessados.

IV - Os atos administrativos, envolvendo anulação, revogação, suspensão ou convalidação devem ser motivados de forma "explícita, clara e congruente." (L. 9.784/99, Art. 50)

V - A velha máxima de que a Administração pode nulificar ou revogar seus próprios atos continua verdadeira (Art. 53). Hoje, contudo, o exercício de tais poderes pressupõe devido processo legal administrativo, em que se observa em os princípios da legalidade, finalidade, motivação, razoabilidade, proporcionalidade, moralidade, ampla defesa, contraditório, segurança jurídica, interesse público e eficiência (L. 9784/99, Art. 2º)." (Mandado de Segurança 8.946-DF, 1ª Seção, Relator o Exmo. Sr. Ministro Humberto Gomes de Barros).

A Lei de Processo Administrativo, nesse particular, é extremamente adaptada ao ordenamento jurídico brasileiro, e portanto sistemática. Se ao Juiz, que é concursado, só é permitida a decisão por equidade nos casos previstos em lei (Cód. Proc. Civil, art. 126); não podemos nós, funcionários públicos, deixar-nos levar pela ilusão de que o sentimento de justiça nos casos concretos deva prevalecer à segurança jurídica.

O Legislador da Lei 9.784/99 conhece as tentações humanas, e é claro que compreenderá que as partes e interessados interpretem as normas com base em conceitos jurídicos indeterminados e de maneira mais agressiva, por vezes quase modificando o que diz a lei. Mas o que é pecado venial nos advogados, a Lei do Processo Administrativo veda para o funcionário público: se estivermos determinados a aplicar uma nova interpretação, somente podemos fazê-lo para os novos casos, em prol da segurança jurídica.

E bom que assim seja. Diante de uma decisão heterodoxa, mesmo o vitorioso temerá, pois amanhã pode ser ele a vítima das guinadas de procedimento ou interpretação. Isto, em mercado de capitais - cuja integridade lato sensu cumpre à CVM proteger - significa insegurança, e portanto custo e fuga dos investidores de longo prazo, para quem a certeza quanto às regras vale tanto, ou mais, quanto as próprias regras.

No caso em tela com mais razão se deve privilegiar a segurança jurídica, pois a CVM, examinando requerimento fundado no art. 124 da Lei 6.404/76, manifestou-se sobre a legalidade das deliberações (que incluía a compensação de prejuízos em formação), e tal manifestação, embora não explícita quanto ao tema,⁴ pode ser considerada como uma reiteração de um comportamento não repressor da utilização do prejuízo em formação para a redução de capital durante o exercício.

.....

Recomendo, ainda, à SNC e à SEP, que promovam a elaboração de minuta de Deliberação através da qual, caso venha a ser aprovada pelo Colegiado, a CVM deixe claro seu entendimento de que prejuízos apurados no curso do exercício, em balanço extraordinário, não podem ser considerados para efeito de redução de capital."

Assim sendo, propomos acatar o pleito do interessado, haja vista que a estruturação e o pedido de registro do Fundo foram feitos antes da divulgação da mudança de critério da área técnica para a concessão de registro dos fundos da espécie.

Por outro lado, embora a participação prévia dos potenciais investidores na estruturação do Fundo, como relatada pelo requerente, possa ser considerada irregular, na prática significa que a tais investidores tenha sido assegurado o acesso às informações que julgaram necessárias e suficientes para uma decisão racional de investimento.

Ademais, o requerente informou que o limite mínimo de investimento em cotas do Fundo foi fixado em R\$ 1 milhão.

Isto posto, entendemos que se deva conceder a dispensa de apresentação dos anúncios de início e encerramento da distribuição de cotas, assim como da elaboração do prospecto, como requerido, já que observados, em nosso exame, o interesse público, a adequada informação e a proteção ao investidor.

4. Conclusão

Diante de todo o acima exposto, solicitamos encaminhar o presente pleito à apreciação do Colegiado, nos termos do art. 4º da Instrução 400, comunicando, em consequência de todo acima exposto, o posicionamento favorável desta GER-2 quanto à concessão da dispensa da elaboração do prospecto, assim como de apresentação dos anúncios de início e encerramento da oferta pública de distribuição das cotas da primeira emissão do Fundo.

Por fim, pelo exíguo prazo de exame do pedido de registro, solicitamos relatar a matéria para os membros do Colegiado na oportunidade de apreciação do pleito.

Atenciosamente,

(Original assinado por)

(Original Assinado Por)

Felipe Claret da Mota

Gerente de Registros 2

Ao SGE, de acordo com a manifestação do GER2.

(Original assinado por)

Carlos Alberto Rebello Sobrinho

Superintendente de Registro de Valores Mobiliários

[\(1\)](#) "Emissão Pública de Valores Mobiliários", in Aspectos Modernos do Direito Societário, Rio de Janeiro: Renovar, 1992, p.19-20.