

Assunto: Consulta da Credit Suisse Hedging-Griffo CV S/A – pedido de reestruturação de fundos com dispensa à vedação do artigo 64, VI, da Instrução CVM nº 409/04

Senhor Superintendente Geral,

Trata este processo de novo pedido da Credit Suisse Hedging-Griffo CV para aprovação, desta Comissão, para a reestruturação de diversas famílias de fundos de investimento por ela administrados, na forma e conforme as razões a seguir expostas.

1. Histórico

Em 20.03.06, a instituição consulente veio solicitar da CVM a concessão de especial autorização para a reestruturação da família de fundos de investimentos *Verde*, por ela administrados, operação essa que consistia, basicamente, na transformação dos fundos de investimento em fundos de investimento em cotas, e que passariam a aplicar, exclusivamente, em um fundo de investimento denominado *Verde Master*, que passaria a replicar a política de investimento desses fundos transformados.

O referido pedido tomou por base a necessidade da instituição de promover a segmentação dos públicos-alvo de seus diversos fundos, garantindo, todavia, um acesso igualitário a uma política de investimento única, que se veria refletida no fundo de investimento *Master* a ser constituído.

A necessidade de consulta à CVM decorreu da intenção da administradora de promover a reestruturação através da conferência direta dos ativos envolvidos, e assim, na situação prevista pelo artigo 64, VI, da Instrução CVM nº 409/04, sem que a administradora pudesse fazer uso da hipótese de dispensa prevista no artigo 110, I, daquela Instrução, uma vez que a operação envolveria fundos não destinados exclusivamente a investidores qualificados.

Assim, após solicitações adicionais de esclarecimentos desta área técnica, efetuados em 29.03.06 e 16.05.06, foi o pedido da administradora submetido à apreciação do Colegiado que, na Reunião nº 46/06, acatou as razões da instituição, e deliberou pela aprovação da operação de reestruturação.

Em 31.10.2007, o interessado veio requerer à CVM a concessão de nova autorização, agora para a reestruturação de diversas outras famílias, sob as mesmas premissas da operação anteriormente aprovada por esta Comissão.

São as famílias de fundos *Strategy* (composta por dois fundos de ações), *Strategy Long Short* (constituída por dois fundos multimercado), *Referenciados DIs* (que trata de dois fundos referenciados), e *TOP* (por seu lado, com dois fundos multimercados e o próprio fundo *Verde Master*, ao qual será destinada a parcela dos ativos desses fundos que replicam a sua política de investimentos, que já existe e foi objeto da reestruturação aprovada na Reunião de Colegiado nº 46/06).

Todos os fundos de investimento envolvidos nas operações seriam fundos de investimento abertos, e não têm prazos de carência para resgate. A esse respeito, observamos apenas que o fundo HG TOP 30 FIM possui uma taxa de saída, revertida em benefício ao fundo, para pedidos de resgate solicitados que não sejam avisados pelo investidor com uma antecedência mínima de 30 dias da data de seu pagamento, uma característica que não afeta nem prejudica, ao ver desta Superintendência, a viabilidade da operação.

Também neste caso, a área técnica solicitou esclarecimentos e detalhes sobre a operação, em 30.11.07, 27.02.08 e 14.03.08, respondidas de forma integral e respectivamente em 28.12.07, 29.02.08 e 27.03.08.

2. Das Razões do Pedido

Nos mesmos moldes da reestruturação realizada para a família *Verde*, veio a instituição proceder a pedido de novas operações para outras famílias de fundos administrados.

Também neste caso, dado que a implementação da reestruturação implicará a conferência direta de ativos entre os fundos hoje existentes e os fundos *Master*, está o pedido incurso na vedação do artigo 64, VI, da Instrução CVM nº 409/04, que dispõe:

Art. 64. É vedado ao administrador praticar os seguintes atos em nome do fundo:

...

VI – realizar operações com ações fora de bolsa de valores ou de mercado de balcão organizado por entidade autorizada pela CVM, ressalvadas as hipóteses de distribuições públicas, de exercício de direito de preferência e de conversão de debêntures em ações, exercício de bônus de subscrição e nos casos em que a CVM tenha concedido prévia e expressa autorização;

Por seu lado, como a operação envolve diversos fundos que não são destinados exclusivamente a investidores qualificados, inaplicável à hipótese seria o uso da dispensa prevista no artigo 110, I, daquela Instrução, que por sua vez ressalva que:

Art. 110. O fundo destinado exclusivamente a investidores qualificados, desde que previsto em seu regulamento, pode:

I – admitir a utilização de títulos e valores mobiliários na integralização e resgate de cotas, com o estabelecimento de critérios detalhados e precisos para adoção desses procedimentos, atendidas ainda, quando existirem, as correspondentes obrigações fiscais;

3. Manifestação da Área Técnica

No presente caso, pretende a instituição estender, através da segmentação de seus investidores entre diversos fundos de investimento em cotas, as vantagens que a instituição alega que foram conferidas aos investidores na reestruturação referente à família *Verde*, conforme já aprovada pela CVM.

Dentre as que se podem observar, destaca-se a garantia de tratamento mais isonômico aos investidores dos fundos, que terão acesso em condições igualitárias a um único fundo que centralizará a política de investimento da administradora, e ainda, os ganhos de escala decorrentes da unificação das decisões de investimento da instituição, hoje dispersos entre os diversos fundos de cada família.

Foi procedida uma verificação da compatibilidade das carteiras e das exposição a riscos dos fundos de cada família, assim como, da liquidez dos papéis envolvidos na operação, de forma a verificar se a reestruturação apresentada não poderia ter outro fim que não o da legítima segmentação dos clientes dos citados fundos, ou seja, se haveria intenção da instituição de dissipar ativos de liquidez ou solvência duvidosa a um fundo *Master* que seria sustentado por um universo maior de investidores, ou se alguns investidores poderiam ser submetidos a algum tratamento diferenciado ou privilegiado em relação aos demais.

Contudo, como se observará adiante, nada foi apurado que pudesse sugerir alguma irregularidade. Todos os ativos envolvidos na operação possuem considerável liquidez e confiável condição de solvência, como passaremos a analisar para cada família de fundos apresentada pelo administrador.

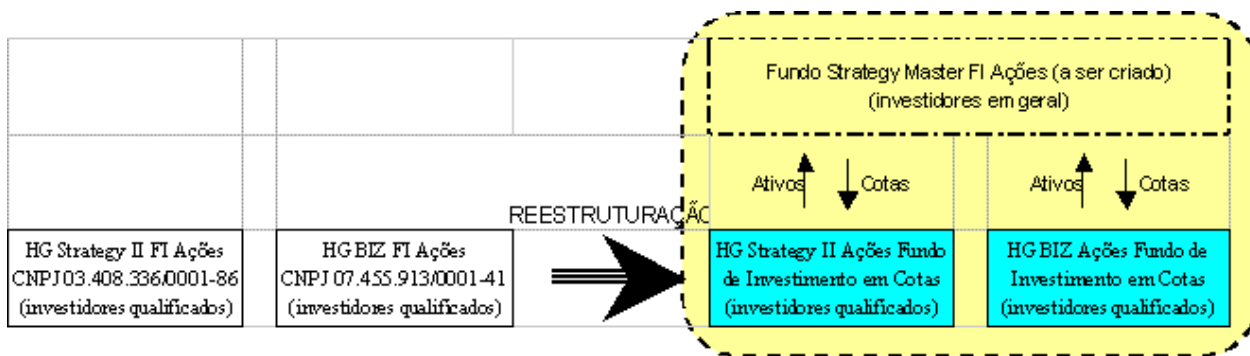
3.1 Família *Strategy*

Para os fundos *HG Strategy II FI Ações*, CNPJ 03.408.336/0001-86, e *HG BIZ FI Ações*, CNPJ 07.455.913/0001-41, que possuem patrimônio líquido somado de R\$ 360 milhões, seria constituído um novo fundo de investimento *Master*, que abrigaria todos os ativos, e que replicaria a política de investimento, por eles hoje adotada, de um fundo de ações com gestão ativa.

A operação ocorreria nos moldes resumidos abaixo:

Situação Existente

Situação Pretendida



Legenda:

- Fundos de investimento
- Fundos de investimento em cotas

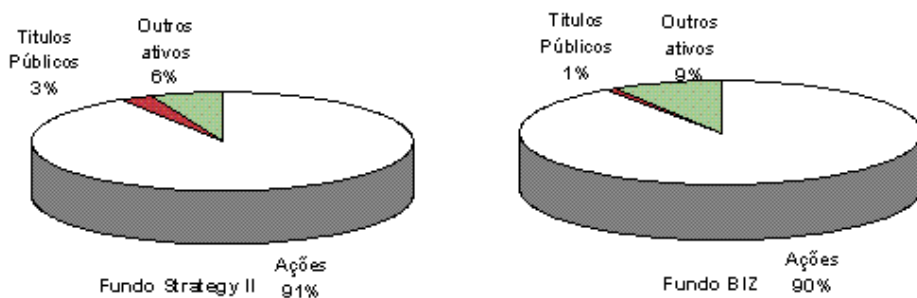
Com relação à liquidez dos ativos, é importante notar que os fundos da família detêm, em percentual superior a 90% de seu patrimônio, ações de companhias abertas com boa liquidez, como ações ordinárias do Banco do Brasil (BBAS3), preferenciais da Gerdau S/A (GOAU4) e preferenciais da Petrobrás S/A (PETR4).

Na tabela que segue, demonstramos os ativos mais relevantes que compõem as carteiras dos fundos, e sua participação nos respectivos patrimônios líquidos:

Ativo	Strategy II	BIZ
Ordinárias do Banco do Brasil S/A (BBAS3)	12,8%	11,2%
Preferenciais da Bradespar S/A (BRAP4)	6,0%	5,4%
Preferenciais da Fosfertil S/A (FFTL4)	7,3%	8,5%
Ordinárias da Gerdau S/A (GOAU4)	7,2%	7,7%
Ordinárias da Guararapes S/A (GUAR3)	5,9%	6,3%
Preferenciais da Petrobrás S/A (PETR4)	11,7%	8,9%

(*) Os percentuais negativos se referem a posições vendidas

Em termos de compatibilidade recíproca das carteiras, apresentamos a seguir um gráfico resumido que compara a composição de ambos os fundos:



Também neste caso, a composição das carteiras demonstra uma boa compatibilidade dos fatores de riscos assumidos hoje pelos dois fundos.

Por fim, observamos que, no caso específico desta família de fundos, embora todos os futuros fundos de cotas sejam destinados a investidores qualificados, é importante observar que o fundo *Master* se destinará a investidores em geral, razão pela qual ele não poderia receber ativos na integralização de suas cotas (artigo 110, I, da Instrução CVM nº 409/04), e permanece, assim, necessária a prévia aprovação da operação pela CVM.

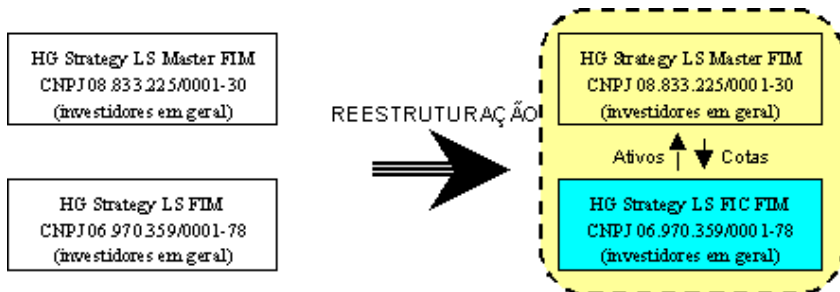
3.2 Família *Strategy Long Short*

Para essa família, que possui patrimônio consolidado de R\$ 1 bilhão, teríamos um fundo de investimento existente, *HG Strategy Long Short Master FIM*, CNPJ 08.833.225/0001-30, que passaria a exercer o papel de fundo *Master* da família, e para tanto, receberia por conferência os ativos do fundo *HG Strategy Long Short FIM*, CNPJ 06.970.359/0001-78. O fundo resultante replicaria a estratégia *Long Short* hoje adotada pelos dois fundos.

Nesse caso, a operação será levada a efeito de acordo com o esquema descritivo que ressaltamos a seguir:

Situação Existente

Situação Pretendida



Legenda:

- Fundos de investimento
- Fundos de investimento em cotas

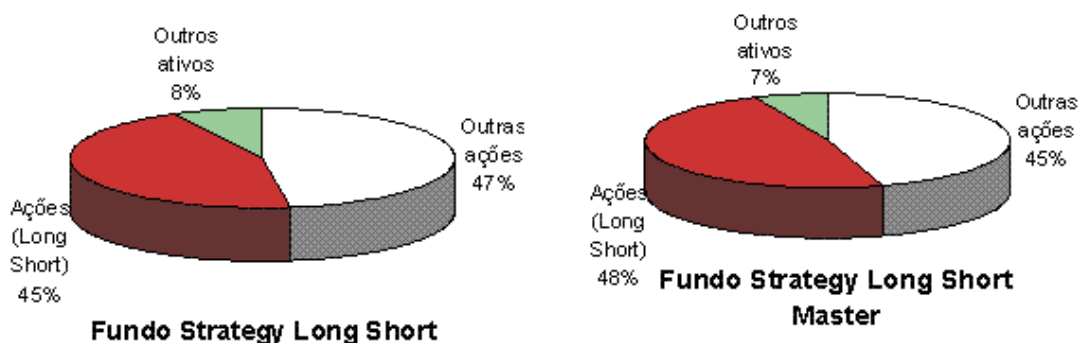
A liquidez dos ativos dos referidos fundos também é considerável, e permite uma conferência de ativos com marcação a mercado, já que a composição da carteira reflete uma composição (*short*) por títulos públicos federais combinados com posições vendidas em ações como ordinárias da Embracer (EMBR3) e ordinárias da Souza Cruz (CRUZ3), e ainda, em posições compradas (*long*) de ações de boa liquidez, como ações preferenciais da Bradespar S/A (BRAP4) e preferenciais da Petrobrás (PETR4).

Trazemos na tabela a seguir um comparativo dos ativos mais relevantes das carteiras dos fundos envolvidos, com sua respectiva participação no patrimônio líquido:

Ativo	Strategy Long Short	Strategy Long Short Master
Ordinárias do Banco do Brasil S/A (BBAS3)	6,36%	5,98%
Preferenciais da Bradespar S/A (BRAP4)	6,81%	6,45%
Preferenciais da CEMIG S/A (CMIG4)	-2,79%	-2,67%
Ordinárias da Souza Cruz S/A (CRUZ3)	-3,76%	-3,59%
Preferenciais Classe B da Eletrobrás S/A (ELET6)	-4,25%	-4,06%
Ordinárias da Embracer S/A (EMBR3)	-7,54%	-7,15%
Preferenciais da Fosfertil S/A (FFTL4)	6,05%	5,76%
Ordinárias da Perdigão S/A (PRGA3)	3,63%	3,44%
Preferenciais da Petrobrás S/A (PETR4)	9,57%	9,12%

(*) Os percentuais negativos se referem a posições vendidas

Segue um demonstrativo comparativo que demonstra a grande similaridade das carteiras mantidas pelos dois fundos:



Neste caso específico, como a política de investimentos da família envolve operações com empréstimos de ações a descoberto, trazemos também a seguir um demonstrativo da compatibilidade, entre aqueles fundos, da natureza do risco a que se sujeitam:

	Fundo Strategy LS	Fundo Strategy LS Master	Fundo Master após conferência
Títulos públicos federais	45%	48%	45%
Posições compradas em ações	90%	85%	89%
Posições vendidas em ações	-43%	-40%	-43%

Assim, é possível verificar que os riscos em ambos os fundos são basicamente os mesmos, compostos que são majoritariamente por uma posição comprada em ações de companhias abertas, outra vendida também nesses valores mobiliários, e ainda, por uma posição comprada em títulos públicos federais, sempre em percentuais muito próximos com a posição final que deterá o fundo *Master* após a conferência de ativos.

3.3 Família Referenciado DI

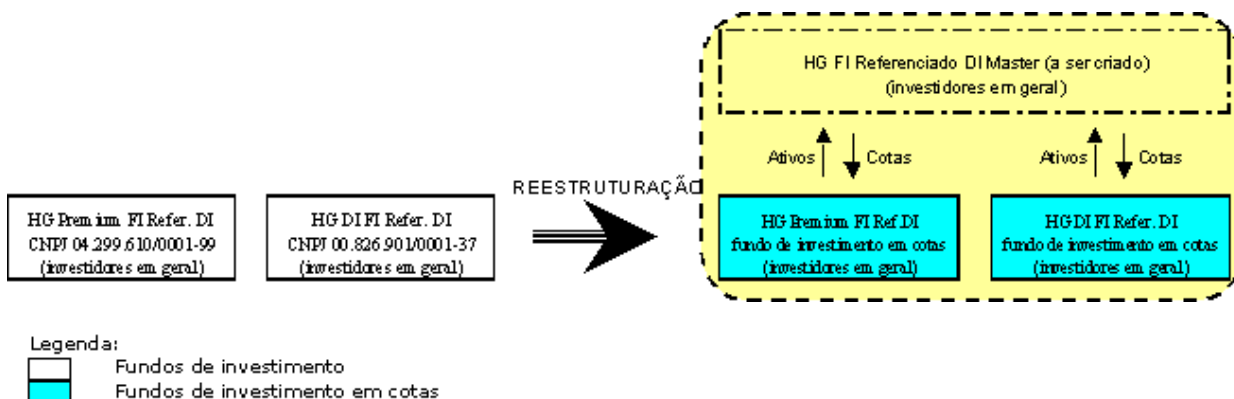
Nesta família, temos uma carteira agregada no montante de R\$ 1,1 bilhão, e a operação contaria com a constituição de um novo fundo *Master*, que conferiria ativos

com os fundos *HG Premium Fundo de Investimento Referenciado DI*, CNPJ 04.299.610/0001-99, e *HG DI Fundo de Investimento Referenciado DI*, CNPJ 00.826.901/0001-37, que, assim, seriam transformados em fundos de investimentos em cotas. Aquele fundo *Master*, como os dois fundos atuais, perseguiria um filosofia de investimento de fundo referenciado à taxa de Depósito Interbancário – DI.

Assim, traçamos um resumo de como a reestruturação será concretizada:

Situação Existente

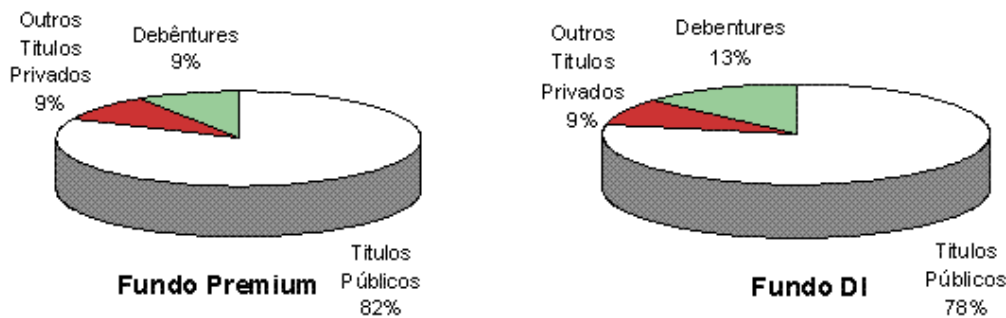
Situação Pretendida



A liquidez dos ativos na carteira destes fundos também pode ser considerada como satisfatória, dado que são representados, em cerca de 80%, por títulos públicos federais pós e pré-fixados, e também por debêntures, operações estruturadas de opções de ações, e CDBs atreladas à taxa DI.

Desses ativos, apenas algumas debêntures, como a SFLS15 (Safrá Leasing S/A) e BVSA12 (BV Leasing S/A), possuem baixa liquidez em negociação no mercado secundário, mas que não comprometem, ao ver da SIN, a viabilidade da operação, até mesmo em função de sua pequena participação no patrimônio líquido agregado dos fundos (cerca de 3%).

Também para esta família, expomos em um breve gráfico comparativo a semelhança existente entre as carteiras dos fundos envolvidos:

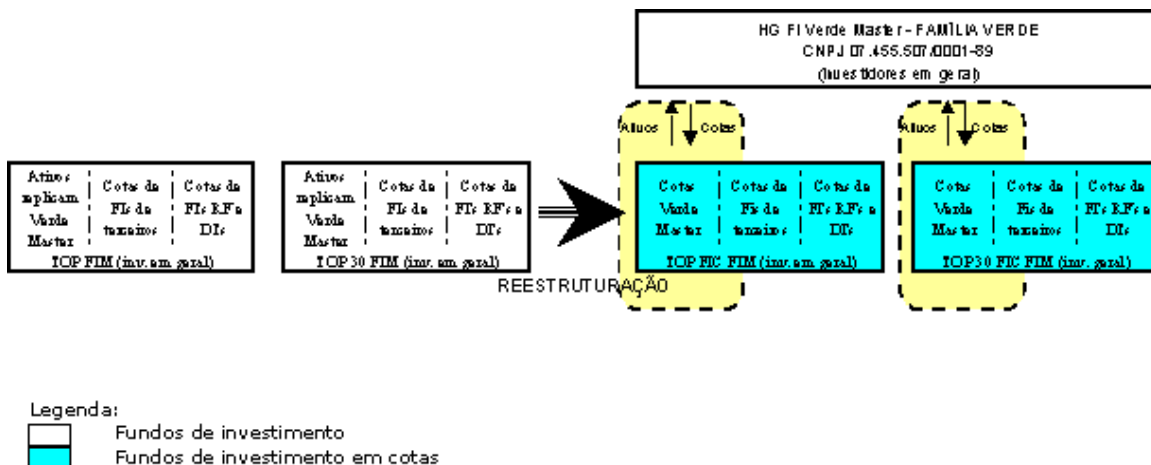


Também aqui é possível constatar que os fatores de risco a que se sujeitam os fundos – risco de renda fixa do Tesouro Nacional e de emissores privados – são bastante similares.

3.4 Família TOP

Por fim, na família em questão, os fundos objeto da reestruturação, *HG TOP FIM*, CNPJ 00.826.903/0001-26, e *HG TOP 30 FIM*, CNPJ 06.871.308/0001-99 (que somam patrimônio total de cerca de R\$ 1,5 bilhão) confeririam apenas os ativos que atualmente replicam a carteira do já existente *Master* da família *Verde*, e que correspondem à cerca de um terço de seus patrimônios, em troca de cotas de emissão do citado fundo *Master*.

Aqui também, ilustramos resumidamente a forma através da qual será feita a operação:

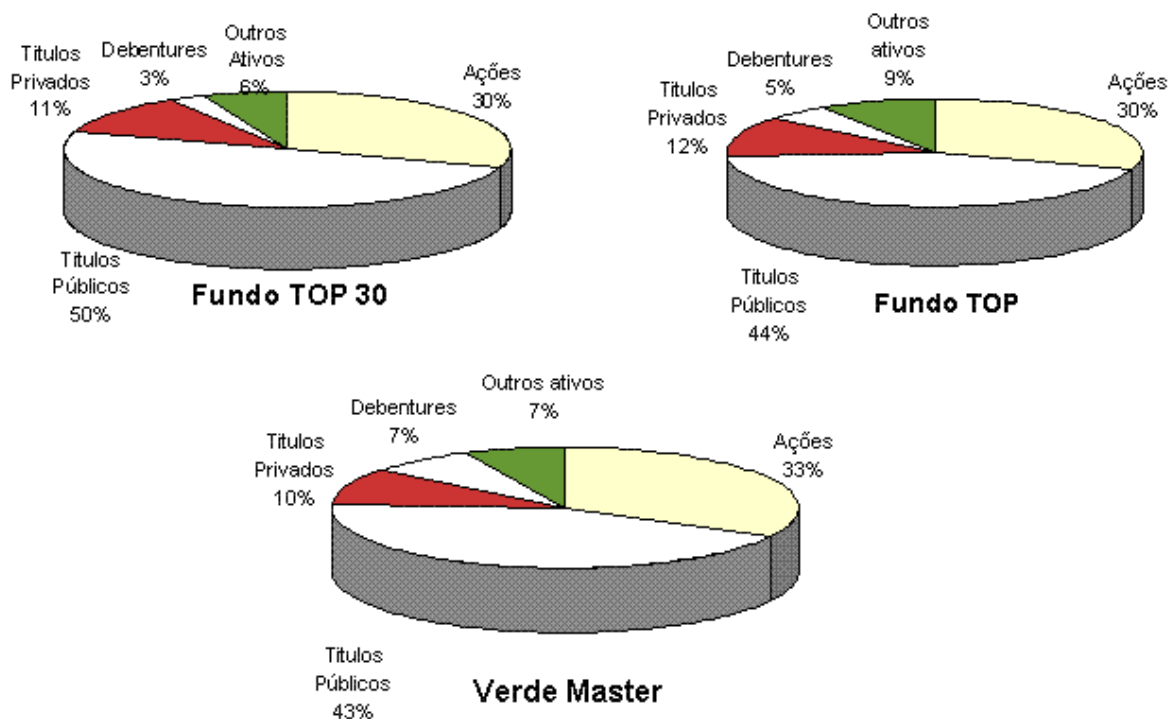


Com relação à liquidez dos papéis, notamos que os ativos que serão objeto da reestruturação nos fundos da família TOP replicam a carteira do *Verde Master*, cuja liquidez e solvência já foram objeto de análise na reestruturação da própria família *Verde* acima citada. Como exemplo, descrevemos uma lista das ações mais relevantes na carteira dos fundos envolvidos, e sua respectiva participação no patrimônio líquido:

Ativo	Parcela do TOP que conferirá ativos	Parcela do TOP 30 que conferirá ativos	Verde Master
Preferenciais Bradesco S/A (BBDC4)	6,14%	6,14%	6,50%
Preferenciais Bradespar S/A (BRAP4)	2,51%	2,51%	2,80%
Ordinárias Bradespar S/A (BRAP3)	2,79%	2,79%	3,00%
Preferenciais Fosfertil S/A (FFTL4)	2,23%	2,23%	2,40%
Preferenciais Itaúbanco S/A (ITAU4)	-4,74%	-4,74%	-5,10%
Preferenciais Petrobrás S/A (PETR4)	2,23%	2,23%	2,30%
Pref. Classe A Telemar S/A (TMAR5)	3,07%	3,07%	3,30%
Pref. Classe A Vale S/A (VALE5)	-2,79%	-2,79%	-3,00%

(*) Os percentuais negativos se referem a posições vendidas

Também aqui, trazemos para comparação o percentual de ativos dentro da parcela dos fundos TOP que será submetida à conferência de ativos, em relação à composição da carteira do fundo *Verde Master*, que com eles trocará ativos por cotas de sua emissão:



Como se infere da própria composição das carteiras, é possível dizer que os fatores de risco a que a parcela dos fundos TOP se expõem são muito similares àqueles hoje verificados no *Verde Master*.

3.5 Considerações Gerais

De fato, as reestruturações pretendidas pelo administrador em muito se assemelham àquela relativa à família Verde, já aprovada por esta Comissão no âmbito deste processo.

Assim, devem ser ressaltadas as afirmações da instituição de que não haverá qualquer impacto sobre os cotistas em decorrência da operação, como alterações nas políticas de investimento dos futuros fundos *Master* em relação aos fundos hoje existentes, modificações do tratamento tributário conferido aos investidores, ou ainda, mudanças nas condições de resgate ou nas taxas de administração ou performance pagas (fls. 122/125).

Ainda, segundo manifestado pela própria instituição, foi observado também, e até mesmo para atendimento à exigência do artigo 47, VIII, da Instrução CVM nº 409/04, que todas as alterações do caso concreto serão oportunamente submetidas à aprovação dos investidores dos fundos envolvidos, que deverão ratificar a intenção da administradora, como condição para que as operações possam ser implementadas.

Transcrevemos o dispositivo em referência para melhor elucidação:

Art. 47. Compete privativamente à assembléia geral de cotistas deliberar sobre:

...

VIII – a alteração do regulamento.

Por conclusão, as condições detalhadas pela administradora atendem satisfatoriamente a todas aquelas observadas nos precedentes do Colegiado sobre a questão, não apenas no âmbito deste processo, mas também, conforme foi decidido em outros casos similares (processo RJ-2001-9877, que analisou pedido do Banco Bradesco; e processo RJ-2007-13956, ao tratar de pedido da BEM DTVM Ltda).

A título de exemplo, convém relembrar as observações da Decisão referente a este processo, Diretora Relatora Maria Helena Santana, no momento da análise da reestruturação da família Verde da Hedging-Griffo:

18. Nesse sentido, verifico que, segundo a Hedging-Griffo e a própria SIN, a operação pretendida não trará prejuízo aos cotistas dos fundos da Família Verde, pois não haverá aumento de taxas para o cotista (na medida, inclusive, em que os Fundos MASTER não cobrarão qualquer tipo de taxa dos FICs), não serão alteradas as regras de tributação dos fundos, assim como as regras de resgate e a política de investimento de cada um. Cabe mencionar também que os FIs só serão transformados em FICs após as devidas assembleias de cotistas. Finalmente, a operação não implicará custos de emolumentos e/ou corretagens para os cotistas ou para os fundos, por se tratar de integralização em ativos.

19. Verifico também, mais uma vez segundo a SIN, que as carteiras da Família Verde (5 fundos de ações e 7 fundos multimercado), após os ajustes exigidos pela área técnica da CVM, estão suficientemente homogêneas (semelhantes em relação à sua composição, liquidez e risco dos ativos), sendo viável, portanto, o seu grupamento conforme proposto pela Hedging-Griffo. Quanto à presença de ativos de baixa liquidez, a análise feita pela SIN apontou que não chegam a representar 5% do total, o que permite que se autorize a operação de integralização de cotas com ativos com base na marcação a mercado.

Ou seja, como já confirmado pela própria instituição (fl. 124) e analisado por esta área técnica, não haverá aumento de quaisquer taxas para o cotista; não serão alteradas as regras de tributação ou de resgate dos fundos, ou mesmo a política de investimentos a que eles se sujeitarão na prática; a operação será submetida ao crivo dos cotistas envolvidos em assembleia convocada para esse fim; as carteiras são suficientemente homogêneas; e a marcação a mercado na conferência de ativos é viável em todas as operações.

Observamos, por fim, que não há reclamações de investidores em curso nesta Comissão, relacionadas a quaisquer dos fundos envolvidos na consulta.

4. Conclusão

Conseqüentemente, tendo em vista o descrito acima, esta Superintendência não vislumbra óbices para a aprovação das operações de reestruturação nas condições pretendidas, desde que a instituição efetivamente implemente as condições de informação a detalhamento da operação aos investidores que consignou em sua correspondência de 09.05.08 (fls. 153/160).

Em razão do exposto é que se propõe o encaminhamento do presente pedido à apreciação do Colegiado desta Autarquia, propondo-se a aprovação das descritas operações de reestruturação de fundos de investimento.

Atenciosamente,

Original assinado por

Luiz Américo de Mendonça Ramos

Superintendente de Relações com Investidores Institucionais – em exercício