

Assunto: Consulta da BNY Mellon Serviços Financeiros DTVM 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 pedido da BNY Mellon S/A para aprovação, desta Comissão, para a reestruturação da família de fundos de investimento *Kadima*, na forma e conforme as razões a seguir expostas.

## 1. Histórico

Em 20.02.08, a instituição consultante veio solicitar da CVM (fls. 1/29) a concessão de autorização para a reestruturação da família de fundos de investimentos *Kadima*, por ela administrados.

Essa operação consistiria, inicialmente, na transformação do *Kadima Fundo de Investimento Multimercado*, CNPJ 08.773.805/0001-80, em um fundo de investimento em cotas, que apenas aplicaria em um fundo a ser denominado *Kadima Master FIM*, criado com o objetivo de replicar aquela política de investimento. Em paralelo, seria constituído outro fundo de investimento em cotas, aberto a aplicações e com condição especial de resgate (qual seja, cotização em 30 dias após o pedido), e que também passaria a aplicar exclusivamente no fundo *Master*.

O referido pedido tomou por fundamento 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 decorre 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, 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;*

Convém observar que, dado que a consulta envolve fundos não destinados exclusivamente a investidores qualificados, não poderia a administradora neste caso fazer uso da hipótese de dispensa prevista no artigo 110, I, daquela Instrução, que excepciona:

*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;*

Assim, em resposta a pedido de esclarecimentos efetuado pelo Ofício CVM/SIN/GII-2 nº 200, de 28 de fevereiro de 2008 (fl. 31), a administradora veio apresentar demonstrativo de composição e diversificação da carteira nas datas de 10 e 11.03.08, e ainda, justificativa objetiva para que a criação de um novo fundo, com prazo de resgate especial, como por ele especificado, fosse necessário para a preservação da viabilidade da política de investimento do fundo.

Através do Ofício CVM/SIN/GII-2 nº 1.805, de 11 de abril de 2008 (fl. 64), esta área técnica também veio solicitar à administradora informações específicas sobre a forma pela qual seria dada a informação da operação aos cotistas, com detalhes sobre o meio de divulgação e os documentos que seriam disponibilizados para a discriminação, aos investidores dos fundos envolvidos, das vantagens e riscos da operação.

Em atenção ao referido ofício, e através de nova correspondência protocolada em 02.05.08 (fls. 68/70), a instituição veio informar que, para a aceleração do processo de reestruturação, foi convocada, através de carta datada de 06.03.08 (fl. 72), uma assembléia geral de cotistas no fundo *Kadima Fundo de Investimento Multimercado*, realizada no dia 17.03.08 (Ata à fl. 77/78), com o objetivo de submeter aos cotistas do fundo a proposta de reestruturação pretendida, com eficácia condicionada à aprovação da CVM para a operação.

Com o intuito de esclarecer aos cotistas os detalhes da operação, a administradora encaminhou também uma *Nota de Esclarecimento*, em 11.03.08 (fls. 74/75), com o detalhamento da transformação a que o fundo seria submetido, que contou com a informação de que a operação não traria custos adicionais aos cotistas, e de que a reestruturação "*visa racionalizar os custos e otimizar a gestão da carteira do Kadima FIM*". Na referida assembléia, a proposta da administradora foi aprovada pela unanimidade dos cotistas presentes.

Também nessa nova documentação apresentada, a administradora informou que o fundo *Kadima Master FIM* (que concentraria a política de investimento da família) e o fundo *Kadima 30 FIC* (o novo fundo de cotas com condições especiais de resgate) já iniciaram suas atividades, razão pela qual, da reestruturação inicialmente proposta, restaria apenas a aprovação da parcela que efetivamente dependeria da manifestação da CVM: a conferência de ativos direta entre os fundos *Kadima FIM* e *Kadima Master FIM*, em exceção às disposições do artigo 64, VI, da Instrução CVM nº 409/04.

## 2. Das Razões do Pedido

No caso apresentado, a Mellon Serviços Financeiros demonstra sua crescente preocupação com o novo perfil de investidores que vinham ingressando no *Kadima FIM*, representado agora também por muitos fundos de investimento em cotas que teriam passado a se interessar pelo fundo em razão de seu histórico de rentabilidade (*track record*).

Assim, alega a instituição que o passivo do fundo, sempre constituído por um universo muito pulverizado de investidores, tem se concentrado de forma substancial recentemente, o que tem gerado certo desconforto na sua condução, que pode ser ver diante, hoje, de pedidos de resgate que obriguem o administrador a desmontar operações em condições desfavoráveis, com prejuízos para o fundo.

Em razão do exposto, o administrador informa que já fechou preventivamente o fundo *Kadima FIM* para aplicações, com base no disposto no artigo 17 da Instrução CVM nº 409/04, no intuito de proteger o fundo de uma piora no perfil de seu passivo, o que ocorreria através da concentração acima citada, e que poderia ensejar inesperados e vultosos movimentos de resgates que prejudicariam a manutenção da política de investimentos do fundo.

Enuncia a referida norma:

Art. 17. É facultado ao administrador suspender, a qualquer momento, novas aplicações no fundo, desde que tal suspensão se aplique indistintamente a novos investidores e cotistas atuais.

Assim, a instituição vem redirecionando os investimentos recentes ao novo fundo, dotado de condição de resgate com conversão de cotas para 30 dias após o pedido de resgate. Convém observar que essa hipótese é possibilitada pelo artigo 15, I, da Instrução CVM nº 409/04, que se pronuncia nos seguintes termos:

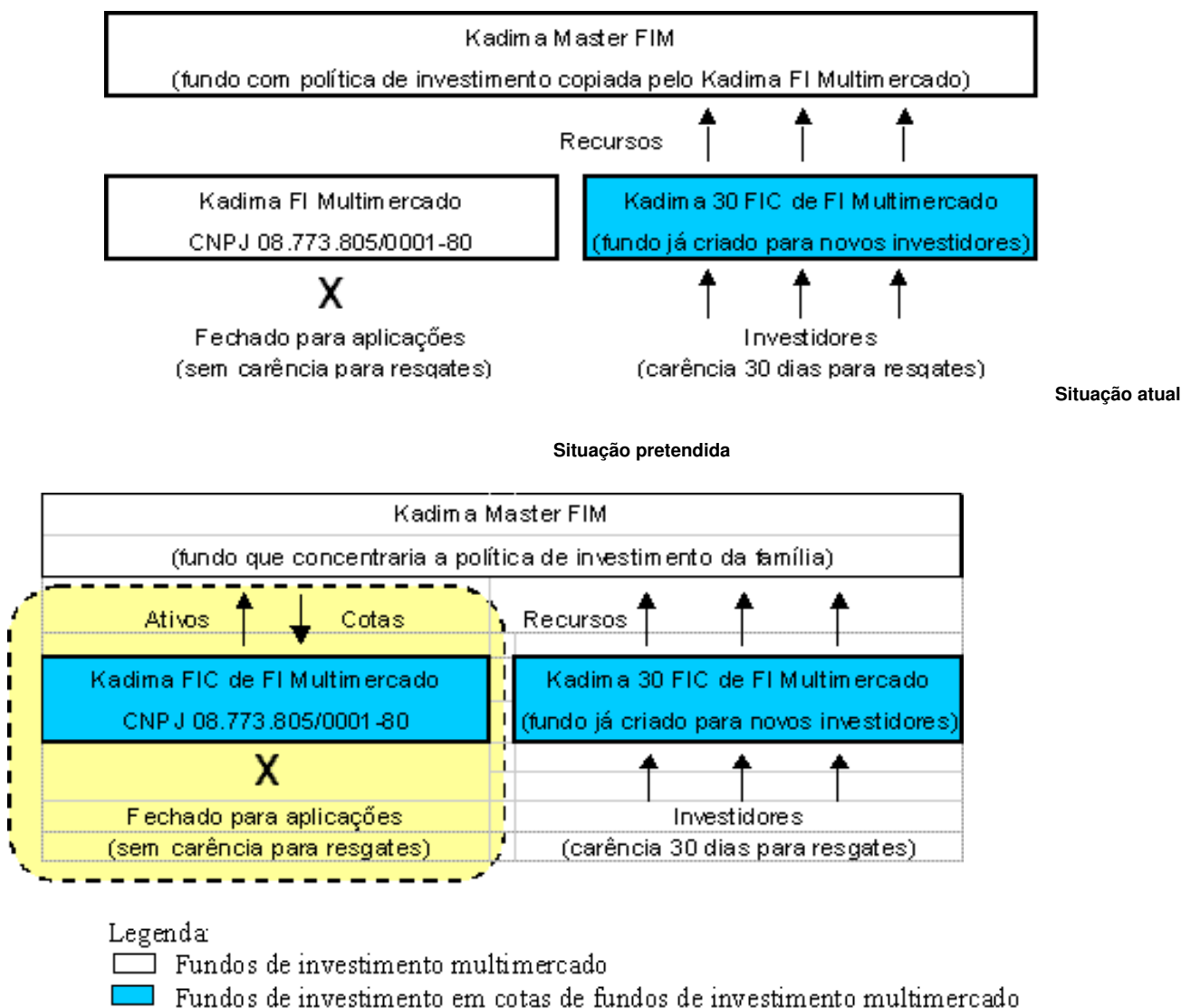
Art. 15. O resgate de cotas de fundo obedecerá às seguintes regras:

I – o regulamento estabelecerá o prazo entre o pedido de resgate e a data de conversão de cotas, assim entendida, para os efeitos desta Instrução, a data da apuração do valor da cota para efeito do pagamento do resgate;

Reitera-se que a referida medida teve por fim amenizar os impactos que poderiam ser gerados sobre o patrimônio líquido do fundo em função da movimentação imprevista – e em geral significativa – provocada por investidores como fundos de investimento em cotas, que possuem relevantes recursos para aplicação, mas que, por outro lado, também podem se ver obrigados a atender significativas demandas por resgates provocadas por seus próprios investidores.

### 3. Manifestação da Área Técnica

A seguir, expomos em um demonstrativo resumido a operação de reestruturação:



Também neste caso, como ocorrido nos precedentes desta Autarquia sobre o tema (processo RJ-2001-9877, que avaliou pedido do Banco Bradesco; processo RJ-2006-2036, que analisou pleito da Hedging-Griffo CV; e processo RJ-2007-13956, que tratou de pedido da BEM DTVM Ltda), vemos que não haverá alterações substanciais das condições agora aplicáveis aos investidores do fundo envolvido.

Assim, devem ser ressaltadas as afirmações da instituição de que não haverá qualquer impacto sobre os cotistas em decorrência da operação, como alterações na política de investimento do fundo *Master* em relação ao fundo hoje existente, a modificação do tratamento tributário

conferido aos investidores, ou ainda, mudanças nas condições de resgate do fundo que será submetido à conferência de ativos, ou nas taxas de administração ou performance pagas.

Ainda, segundo manifestado pela própria instituição, é importante perceber que, para atendimento à exigência do artigo 47, VIII, da Instrução CVM nº 409/04, todas as alterações imputáveis ao fundo já existente foram submetidas à aprovação de seus investidores, que ratificaram por unanimidade a intenção da administradora (fls. 77/78).

Como de costume, transcrevemos a norma aplicável:

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

...

*VIII – a alteração do regulamento.*

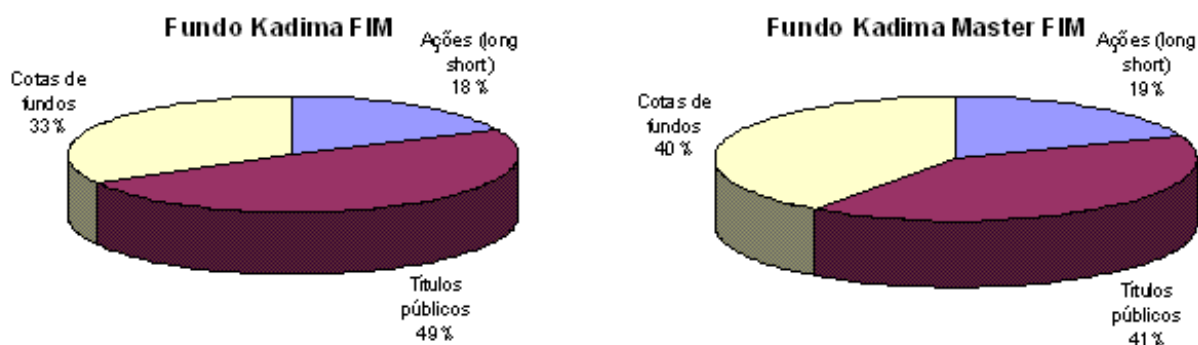
À medida do observado nos precedentes já examinados por esta Autarquia, o exame da compatibilidade recíproca das carteiras dos fundos envolvidos demonstra uma grande similaridade entre a carteira do fundo que hoje se pretende transformar em um fundo de cotas, e o fundo *Kadima Master FIM*.

Para ilustração dessa compatibilidade, expomos um resumo das exposições a fatores de risco assumidas pelos fundos envolvidos, na data-base de 14.05.2008 (fls. 97/130):

	Kadima FIM	Kadima Master FIM	Diferença
Exposições compradas em ações	18,46%	18,59%	0,70%
Exposições vendidas em ações	-18,94%	-19,05%	-0,11%
Exposições vendidas em contratos futuros de taxa de juros*	-61,86%	-61,76%	0,10%
Exposições em títulos públicos pós-fixados em taxa de juros	66,15%	58,55%	-7,60%
Exposições em títulos públicos pós-fixados em índice de preços	2,18%	1,47%	-0,71%
Exposições em cotas de fundos de investimento	33,06%	40,03%	6,97%

\* Calculado com base no valor nominal dos contratos

Nesse mesmo sentido, ilustramos os demonstrativos de composição da carteira de ambos os fundos, na mesma data-base:



A diferença mais perceptível, seja em termos de exposição de risco, seja em termos de composição de carteira, ocorre entre o percentual de aplicação em cotas de fundos, que na carteira varia entre 33% e 40%, e de investimento em títulos públicos, que oscila entre os percentuais de 41% e 49%, diferenças essas que, no entender da SIN, não indicam que os fundos tenham políticas incompatíveis entre si.

E isso também porque os fundos investidos por estes dois fundos são todos fundos de investimento referenciados DI's (fl. 63), que têm por política de investimento a aplicação preponderante em títulos públicos federais, e que, por essa razão, possuem um fator de risco, na prática, muito similar àquele apresentado pelos próprios títulos públicos federais presentes na carteira destes dois fundos.

E, dessa forma, ao tomar as exposições consolidadas nesses ativos (títulos públicos e cotas de fundos que neles aplicam) pelos dois fundos, percebe-se uma composição entre ambos praticamente idêntica, seja em termos de exposição a risco (99,21% no Kadima FIM contra 98,58% no Kadima Master FIM), seja em relação à composição da carteira (82% no primeiro versus 81% no segundo). Os demonstrativos de composição da carteira e de exposição a riscos se encontram acostados às fls. 98/130.

Assim, a análise das carteiras ao nível de cada componente individual demonstra uma adequada compatibilidade entre os ativos dos fundos *Kadima FIM* e *Kadima Master FIM*, conforme exposto pelos demonstrativos de fls. 98/130 já acima referenciados.

Por seu lado, como as carteiras contemplam cotas de outros fundos de investimento abertos, cabe avaliar também a dispensa do atendimento, neste caso, à exigência do artigo 12 da Instrução CVM nº 409/04, que veda a transferência de titularidade dessa espécie de ativo financeiro.

Por seu lado, também é possível atestar que essa reestruturação envolve ativos de considerável liquidez, o que viabiliza uma marcação a mercado na conferência de ativos que assegure um tratamento igualitário entre os fundos envolvidos.

Nesse sentido, verificamos que a carteira dos fundos (fls. 98/127) são compostas, preponderantemente, por posições compradas e vendidas em ações de boa liquidez, como Itaú, Ambev, Bradesco, Usiminas e Vale do Rio Doce, e por cerca de um terço de seus patrimônios líquidos em cotas de fundos abertos com cotização e pagamento no mesmo dia do pedido de resgate.

Ainda, constam exposições de cerca de 60% dos patrimônios líquidos desses fundos em títulos públicos de emissão da União Federal (LTNs, LFTs e NTN-Bs), e algumas posições de risco em contratos futuros derivativos de DI, dólar e Ibovespa, que são – é importante dizer – diariamente negociados e precificados pela BM&F.

A título de observação, o demonstrativo de composição da carteira do fundo *Kadima 30 FIC*, como seria de se esperar, demonstra que esse fundo já aplica preponderantemente (mais de 98% de seu patrimônio líquido) em cotas do fundo *Kadima Master Fundo de Investimento Multimercado*.

Por conclusão, as condições detalhadas pela administradora atendem satisfatoriamente a todas aquelas observadas nos precedentes do Colegiado sobre a questão, conforme foi decidido nos outros casos similares já citados.

A título de exemplo, convém relembrar as observações da Decisão referente ao processo RJ-2006-2036, julgado em 28.11.06, Dir. Rel. 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 Fls 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 informado pela instituição (fls. 1/6) 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 foi 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.

É importante ressaltar apenas que, neste caso, como um dos fundos da família (*Kadima 30 FIC FIM*) possui prazo dilatado para a conversão de cotas, qual seja, de 30 dias, surge neste fundo um risco associado a essa condição, e que consiste na possibilidade de que, diante de vultosos pedidos simultâneos de resgate, venha o administrador a privilegiar, em detrimento deste, os outros fundos que aplicam naquele mesmo fundo *Master* (já que devem atender os pedidos de resgate desses demais fundos em um prazo substancialmente menor).

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

Em razão de todo o exposto, esta Superintendência não vislumbra óbices para a concessão da dispensa do requisito contido no artigo 12, e no artigo 64, VI, ambos da Instrução CVM nº 409/04, nas condições pretendidas, de forma a concentrar, no fundo *Kadima Master FIM*, uma política de investimento que hoje é executada naquele fundo, e também, no próprio *Kadima FIM*, desde que a administradora disponha, no prospecto do fundo com prazo de resgate em 30 dias após o pedido, sobre os riscos a que se sujeitam os seus cotistas, como acima citado.

#### 4. Conclusão

Por conclusão é que se propõe o encaminhamento do presente pedido à apreciação do Colegiado desta Autarquia, propondo-se a concessão da dispensa do requisito contido no artigo 12, e no artigo 64, VI, da Instrução CVM nº 409/04, bem como estendendo a permissão disposta no art. 110, I aos presentes fundos destinados a investidores não-qualificados..

Adicionalmente, entende-se que é necessário, no presente caso, a apresentação das informações contábeis auditadas dos fundos envolvidos no prazo máximo de 60 dias contados da efetivação do evento, nos termos do disposto no art 102, da Instrução CVM 409/04.

Por fim, entende-se que, no caso da família TOP, tendo em vista que um dos fundos de investimento em cotas a ser criado apresenta prazo de carência entre o pedido de resgate e a conversão das cotas de 30 dias (D+30), enquanto o outro não possui tal carência (D+0), deve-se orientar à Credit Suisse Hedging-Griffo CV S.A. acerca do dever de diligência em relação ao acompanhamento dos resgates no fundo Master, de modo a não haver prejuízos para os cotistas do fundo de menor liquidez, bem como que informe aos cotistas desse último fundo, em seu prospecto, acerca dos riscos decorrentes de sua condição de liquidez desfavorável.

Atenciosamente,

Original assinado por

Luiz Américo de Mendonça Ramos

Superintendente de Relações com Investidores Institucionais – em exercício