

Senhor Superintendente Geral,

1. Reportamo-nos à correspondência (fls. 1/2) protocolada nesta Comissão em 14/07/2008 pelo BNY Mellon Serviços Financeiros DTVM S/A, através da qual solicita autorização para a venda, fora de bolsa de valores, de ações de emissão da Sul América Companhia Nacional de Seguros S/A (Sul América Seguros), pelo fundo de investimento *Equitas Long Short Fundo de Investimento Multimercado*, CNPJ 09.288.274/0001-00.
2. A instituição informa em sua correspondência que o fundo possui em carteira o montante de 521 ações de emissão da citada companhia, que por sua vez teria realizado uma oferta pública, nos termos da Instrução CVM nº 361/02, com o objetivo de cancelar o seu registro como companhia aberta, ou seja, nos termos do artigo 2º, I, daquela Instrução.
3. De fato, pesquisas realizadas nos sistemas desta Comissão evidenciam que o processo de oferta pública detalhado pela BNY Mellon foi mesmo informado a esta CVM, cujo pedido, analisado por meio do processo RJ-2008-0634, culminou com o deferimento da oferta.
4. O registro dessa oferta pública foi consignado através do Ofício CVM/SRE/nº 513, de 25.03.08 (fl. 4), na modalidade *cancelamento de registro de companhia aberta*, ao valor por ação de R\$ 1,02, envolvendo o montante total de R\$ 62.778.195,00. Esse leilão foi realizado em 29.04.08, do qual o fundo em questão, como informado pela administradora, não participou.
5. Como se percebe do documento à fl. 6, o registro da Sul América Seguros como companhia aberta já foi cancelado na CVM em razão da oferta, na data de 12.05.08. Em razão do exposto, é importante notar que, já hoje, o fundo possui uma pequena exposição a ações de emissão de companhia fechada.
6. Assim, para alienação dessas ações, restou como única alternativa o exercício da Opção de Venda que o fundo pretende levar a efeito, com prazo até 90 dias da data do leilão, ou, como consignado pela administradora, até o dia 29 de julho de 2008, com preço pago calculado sobre aquele pago no leilão de 29.04.08, atualizado pela Taxa Referencial (TR) mais taxa fixa de 6,0% a.a., até a data do efetivo pagamento pelas ações.
7. Entretanto, nos termos do disposto no inciso VI do artigo 64 da Instrução CVM nº 409/2004, é vedado ao administrador realizar operações de venda de ações da carteira dos Fundos fora de bolsa de valores, a não ser, nos casos em que a CVM tenha concedido prévia e expressa autorização.
8. Dispõe a referida norma:  
*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;*
9. Em 18.07.08 o fundo possuía patrimônio líquido total de R\$ 3.006.985,54 (fl. 5), o que leva à conclusão de que a posição em ações a ser vendida corresponde a aproximadamente 0,0002% da carteira do fundo envolvido.
10. Por seu lado, relembramos o teor da decisão de Colegiado referente ao processo RJ-2008-6730, julgado em 09.01.07, onde, em pedido da Hedging-Griffo para realização de operação com características semelhantes, ficou decidido que:  
*A Superintendência de Relações com Investidores Institucionais – SIN informou ter recebido consulta da Hedging-Griffo solicitando autorização expressa da CVM para realização de operação com ações fora de bolsa de valores ou mercado de balcão organizado, tendo em vista o disposto no inciso VI do art. 64 da Instrução nº 409/04. A operação consistiria no recebimento de ações de companhia fechada que incorporará companhia aberta da qual o fundo é acionista. Ato contínuo, por força de transação judicial celebrada entre diversos acionistas e a companhia incorporadora, as ações da companhia fechada serão adquiridas por seu acionista controlador em condições mais vantajosas que aquelas que resultariam do exercício do direito de recesso pelo fundo.*  
*O Colegiado, após debater o assunto, considerou desnecessária a autorização no caso concreto, por se tratar de aquisição de ações de companhia fechada por força de incorporação, isto é, por deliberação da assembléia geral da companhia emissora das ações detidas pelo fundo, sem ato negocial ou voluntário por parte do fundo, o qual é compelido, pela aprovação da incorporação, a deter títulos de emissão de companhia fechada. Em tais situações, não é necessária a autorização da CVM, pois a aquisição é compulsória, cabendo ao administrador do fundo verificar se o exercício do direito de recesso é do interesse dos cotistas, ou se as ações da companhia fechada, mesmo diante dos riscos decorrentes de sua iliquidez, devem ser mantidas na carteira do fundo.*
11. Assim, considerando (1) a referida decisão de Colegiado, (2) as condições públicas em que a operação foi realizada, com base em edital de oferta analisado e deferido pela CVM, (3) a relevância muito pequena dessa operação para o contexto do fundo, e (4) os possíveis prejuízos aos investidores que poderiam decorrer da não-realização da operação, emitimos o Ofício CVM/SIN/GII-2 nº 2.862, de 24.07.08, com manifestação pela inexistência de óbices para a realização da operação, decisão que, de toda forma, aqui submetemos à apreciação do Colegiado.
12. Ademais, diante das circunstâncias do caso concreto, surgiu a dúvida para esta Superintendência se deveria ser considerada irregular uma deliberação do administrador de manter em carteira esses ativos, caso ele entendesse essa decisão como a mais vantajosa para o fundo, mesmo envolvendo, agora, um ativo de emissão de companhia fechada.
13. Ou, em outras palavras, esta área técnica suscita se não seria cabível interpretar a previsão genérica contida no artigo 2º, §1º, VIII, da Instrução CVM nº 409/04 como uma que admita a permanência, na carteira de fundos de investimento regulados por aquela Instrução, também de ações de emissão de companhias fechadas.
14. Ao ver da SIN, reforçaria esse entendimento a própria manifestação da referida decisão de Colegiado, que mencionou caber " ao administrador

do fundo verificar ... se as ações da companhia fechada, mesmo diante dos riscos decorrentes de sua iliquidez, devem ser mantidas na carteira do fundo".

15. Outro argumento a validar essa interpretação seria a possibilidade, que no entender desta Superintendência já é atualmente facultada pela norma, de aplicação pelos fundos de investimento em ativos com condições de governança e transparência similares ou até mesmo inferiores ao das ações de emissão de companhias fechadas, como as debêntures de emissão dessas companhias, ou mesmo as Cédulas de Crédito Bancário (CCBs).
16. De outro lado, também é importante destacar que uma leitura sistemática da Instrução CVM nº 409/04 permite concluir pela possibilidade, já expressamente admitida pela regulação, da aplicação dos fundos de investimento nesses ativos, embora de forma indireta, como se depreende do contido no artigo 112, § 6º, daquela Instrução, c/c artigo 2º da Instrução CVM nº 391/03, que possibilitam, embora apenas a investidores qualificados:

**Artigo 112, § 6º, da Instrução CVM nº 409/04**

§6º Os fundos de investimento em cotas classificados de acordo com o art. 111-A e os fundos de investimento em cotas classificados como "Multimercados", desde que destinados exclusivamente a investidores qualificados, poderão adquirir cotas de Fundos Mútuos de Investimento em Empresas Emergentes, Fundos de Investimento Imobiliário, Fundos de Investimento em Participações, Fundos de Investimento em Direitos Creditórios e Fundos de Investimento em Cotas de Fundos de Investimento em Direitos Creditórios nos limites previstos nos seus regulamentos e prospectos, se houver.

**Instrução CVM nº 391/03**

Art. 2º O Fundo de Investimento em Participações (fundo), constituído sob a forma de condomínio fechado, é uma comunhão de recursos destinados à aquisição de ações, debêntures, bônus de subscrição, ou outros títulos e valores mobiliários conversíveis ou permutáveis em ações de emissão de companhias, abertas ou fechadas, participando 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.

17. Por fim, como mais um argumento a enriquecer essa discussão, relembremos o teor da minuta de Instrução que trata das Ofertas Públicas de Valores Mobiliários Distribuídas com Esforços Restritos, e, especialmente, de seus artigos 4º, I, c/c 3º, I, e ainda, 6º e 12, que prevêem a possibilidade de que fundos de investimento, mesmo quando não destinados exclusivamente a investidores qualificados, venham a adquirir valores mobiliários que não detenham os registros previstos nos artigos 19 e 21 da Lei Federal nº 6.385/76.
18. Ou, nos termos dipostos naquela minuta:

*Art. 3º As ofertas públicas de esforços restritos deverão, ainda, preencher os seguintes requisitos:*

I – serem destinadas exclusivamente a investidores qualificados;

*II – serem subscritas ou adquiridas por, no máximo, 20 investidores.*

*Art. 4º Para os fins desta instrução, consideram-se investidores qualificados, os referidos no art. 109 da Instrução CVM nº 409, de 18 de agosto de 2004, com as seguintes alterações:*

I – para os fins desta instrução, todos os fundos de investimento serão considerados investidores qualificados, mesmo que se destinem a investidores não-qualificados;

*Art. 6º As ofertas públicas de esforços restritos estão automaticamente dispensadas do registro de distribuição que trata o art. 19 da Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976.*

*Art. 12 Os valores mobiliários ofertados de acordo esta instrução poderão ser negociados no mercado de valores mobiliários sem que o emissor possua o registro de que trata o art. 21 da Lei nº 6.385, de 1976.*

19. Por todo o exposto, não se tem como inequívoco se seria vedada a aplicação, pelos fundos de investimento regulados pela Instrução CVM nº 409/04, em ações de emissão de companhias fechadas, ou mesmo, caso se admita essa possibilidade, se seria essa prerrogativa permitida a qualquer fundo de investimento, ou apenas aos fundos destinados a investidores qualificados.
20. Por seu lado, ao ver da SIN, a própria aplicabilidade do artigo 64, VI, da Instrução CVM nº 409/04 a este caso concreto também não seria certa, pois se entende que obrigar a negociação de ações de companhias fechadas (como as que constam na carteira do fundo desde 12.05.08 – fl. 6) apenas em mercados de bolsa ou de balcão não seria compatível com a própria condição desses ativos, que não são mais negociados em mercados secundários.
21. Por conclusão é que se propõe o encaminhamento do presente processo ao Colegiado, para apreciação quanto a (1) dispensa – ou mesmo inaplicabilidade – do requisito contido no artigo 64, VI, da Instrução CVM nº 409/04 para o caso concreto, e (2) a correta intrpretação do artigo 2º, VIII, daquela Instrução, no que se refere à admissão para aquisição de ações de emissão de companhias fechadas por fundos de investimento.

Atenciosamente,

Original assinado por

Carlos Alberto Rebello Sobrinho

Superintendente de Relações com Investidores Institucionais