

Recorrente: Banco Safra de Investimentos S.A.

Assunto: Recurso contra determinação da SIN acerca de adaptações a serem adotadas por fundos administrados pelo Recorrente, com vistas à adequação daqueles à Instrução CVM nº 409/04.

Diretor relator: Otavio Yazbek

Relatório

Objeto

1. Trata-se de recurso interposto por Banco Safra de Investimentos S.A. ("Recorrente") contra determinação da SIN acerca de adaptações a serem adotadas pelos fundos: (i) Safra Petrobrás Yield FIA, (ii) Safra Petrobrás Yield 2 FIA, (iii) Safra Petrobrás Yield 3 FIA, (iv) Safra Petrobrás Yield 4 FIA, (v) Safra Petrobrás Yield 5 FIA, (vi) Safra Vale Yield FIA, (vii) Safra Vale Yield 2 FIA, (viii) Safra Vale Yield 3 FIA e (ix) Safra Vale Yield 4 FIA (isoladamente "Fundo" e em conjunto "Fundos"), com vistas à adequação destes à Instrução CVM nº 409, de 18.8.2004 ("Instrução CVM nº 409/04").

Fatos

2. Os Fundos em questão são veículos denominados "estruturados", isto é, combinam investimento direto em ações das companhias Petrobrás e Vale com posições em derivativos.

3. Tais Fundos, inicialmente classificados como de "Ações", poderão vir a ter sua classe automaticamente alterada para "Renda Fixa" se, após uma determinada data, definida previamente em Regulamento, a cotação das ações integrantes de suas carteiras atingir o patamar ali fixado. Nesse caso, as ações que compunham majoritariamente a carteira dos Fundos serão, por força de operações com opções previamente pactuadas, entregues às contrapartes nas operações com derivativos, e os Fundos passarão a deter majoritariamente ativos de renda fixa. A alteração automática de classes não ocorrerá, entretanto, se a cotação estiver abaixo da faixa de variação, hipótese em que os Fundos permanecerão classificados como de "Ações".

4. Tendo em vista a política de investimento descrita acima e a análise dos documentos dos Fundos, em 27 e 28.8.2008 foram enviados os Ofícios CVM/SIN/GIR/Nº4269/2008(1) (fls. 34-35) e CVM/SIN/GIR/Nº4301/2008 (fls. 190-191) ("Ofícios") ao Recorrente, determinando:

i) a imediata suspensão da oferta de cotas do Safra Vale Yield 4 FIA;

ii) a alteração dos Regulamentos e Prospectos encaminhados à CVM, (a) adequando a descrição da política de investimento e dos fatores de risco constantes dos documentos dos Fundos aos arts. 40(2), incisos II e IX e 41, inciso VI (3), da Instrução CVM nº 409/04 e (b) incluindo a necessidade de deliberação da eventual mudança de classificação dos veículos por assembleia geral de cotistas, nos termos do art. 47, inciso V(4), da mesma Instrução;

iii) a comunicação inequívoca das alterações exigidas pela CVM aos investidores que efetuaram reserva de cotas do Safra Vale Yield 4 FIA e aos cotistas dos demais Fundos; e

iv) o envio à CVM de extratos contendo informações sobre os Fundos.

5. Entre os dias 28.8.2008 e 2.9.2009, o Recorrente cumpriu as exigências formuladas pela CVM, exceto no que diz respeito à alteração dos documentos do Fundo. Esta determinação foi objeto do presente Recurso (fls. 37-169(5)), datado de 10.9.2008, no qual foram apresentados os seguintes argumentos:

i) as informações constantes dos Prospectos e Regulamentos dos Fundos são adequadas. Nos casos de veículos de investimento estruturados "um certo nível de abrangência e generalidade é necessária" pois (a) tratam-se de informações muito técnicas e complexas, que dificultam a compreensão do investidor e (b) a decisão de investimento do cotista está mais ligada aos limites de exposição a risco e de oscilação de rentabilidade, do que ao detalhe das estratégias empregadas pelo administrador para alcançar os resultados projetados;

ii) de toda maneira, se a CVM assim não entender, para que o Recorrente não sofra prejuízos em relação aos administradores com que concorre, a autarquia deveria rever sua determinação para antes proceder a uma revisão geral do nível de informação que tem sido oferecido por produtos de natureza similar, culminando com a edição de diretrizes aplicáveis a um só tempo a toda a indústria;

iii) o Termo de Adesão subscrito pelos cotistas quando do ingresso nos Fundos destaca a estratégia de investimento e as duas possíveis classificações dos veículos. A assinatura do investidor aposta ao Termo de Adesão constitui anuência prévia à alteração automática da política de investimento dos Fundos, suprimindo a exigência regulamentar de aprovação desta mudança por assembleia geral. Ademais, os cotistas que consentirem com a possível alteração de classe serão os mesmos que estarão nos Fundos se e quando este evento ocorrer, já que os veículos estarão fechados para aplicações e resgates até a data da eventual mudança na política de investimento. Tal mecanismo de anuência prévia não é vedado nem limitado pela Instrução CVM nº 409/04 e afasta diversos riscos, em especial referentes ao quorum assemblear. Aliás, seria também possível que o Termo de Adesão contivesse mandato do cotista ao administrador para que este o representasse em assembleia geral. Tal regime de procuração seria, entretanto, menos transparente que o adotado hoje pelos Fundos; e

iv) a constituição dos Fundos como do tipo Multimercado implicaria em prejuízos informacionais para os cotistas.

6. Consultada pela GIR, a PFE manifestou-se em 24.12.2008 (fls. 202-206), fundamentalmente reiterando a posição da área técnica e acrescentando que o não envio dos extratos contendo informações sobre os Fundos implicaria em ausência de registro, não podendo o administrador se ver autorizado a distribuir as cotas dos Fundos.

7. O entendimento da área técnica foi mantido pelo SIN em 9.2.2009, que em tudo concordou com a manifestação exarada pela PFE, exceto no que diz respeito aos efeitos do não envio à CVM dos extratos de informações pelos Fundos (fls. 218-228).

8. Em 17.2.2009, a apreciação deste Recurso foi encaminhada ao Colegiado, para que este se pronunciasse sobre:

i) a obrigatoriedade do cumprimento das exigências de alteração dos documentos dos Fundos, formuladas nos Ofícios;

- ii) a possibilidade de as informações destacadas no Termo de Adesão suprirem, em qualidade e suficiência, aquelas constantes do Prospecto;
- iii) a legalidade da previsão contida nos Regulamentos dos Fundos que permite a alteração da classificação destes sem a deliberação de assembléia geral de cotistas; e
- iv) o enquadramento dos Fundos na situação prevista no art. 117, inciso I (6) da Instrução CVM nº 409/04, uma vez que não haviam sido encaminhados à CVM os extratos de informações, conforme exigido pelo art. 8º, inciso VII(7), da mesma Instrução.

9. O Recorrente apresentou Memorial em 19.2.2009, sustentando os mesmos argumentos do Recurso (fls. 230-238).

10. O processo foi distribuído para o Relator em 3.3.2009.

É o relatório.

Voto

1. Trata-se de recurso interposto contra determinações da SIN para que o Recorrente altere os documentos dos Fundos de forma a: (i) detalhar a política de investimento e os fatores de risco aos quais aqueles estão expostos; e (ii) adaptar a previsão de alteração automática da classificação dos veículos à exigência regulamentar de que esta mudança seja previamente aprovada por assembléia geral de cotistas.

2. Conforme descrito no Relatório, os Fundos possuem uma natureza peculiar: tratando-se de veículos estruturados, que combinam a exposição em ações a estratégias com derivativos, podem ter sua classe automaticamente alterada de "Ações" para "Renda Fixa", dependendo da variação da cotação das ações de "Vale" e de "Petrobrás" que tiverem em carteira.

3. No entendimento da área técnica e da PFE, as informações disponíveis sobre os Fundos nos Regulamentos e Prospectos são insuficientes e a previsão de alteração automática de classificação destes últimos contraria regra cogente que prevê a competência privativa da assembléia geral de cotistas para apreciação de tal mudança.

4. Tendo por base a manifestação da área técnica e os argumentos para a sua reforma apresentados pelo Recorrente em sede de recurso, passo a decidir.

Das informações constantes dos documentos dos Fundos

Adequação e suficiência das informações

5. Alega o Recorrente que, tendo em vista a natureza dos veículos, as informações prestadas nos Regulamentos e Prospectos são adequadas e suficientes. Mais do que isso, ele assevera que o "nível de abrangência" e a generalidade adotados se impõem, seja porque uma descrição minuciosa dificultaria a compreensão do produto pelo investidor, seja porque a decisão de investir não decorre tanto dos detalhes das estratégias empregadas.

6. Creio que tal argumentação é, por mais de um motivo, falha. Ao seguir a linha acima descrita, o Recorrente desconsidera a íntima relação entre (i) o público-alvo dos Fundos; e (ii) a natureza e os efeitos das estratégias adotadas. Isso porque, considerando um público investidor não-qualificado, o caráter extremamente sucinto das informações tende a gerar, em um primeiro momento, justamente a perplexidade que o Recorrente diz querer evitar. Tratam-se, afinal, de fundos de ações que apenas darão ao investidor o resultado da valorização da carteira acionária caso o valor das ações não ultrapasse um determinado patamar. Caso as ações – principal objeto de investimento, se considerarmos a classe dos Fundos – se valorizem, o resultado será de renda fixa.

7. Vale lembrar que a probabilidade de ocorrência de confusão apenas é aumentada quando são levados em conta os nomes dados para os Fundos – conforme o tipo de ativo que possuam em carteira, eles utilizam na sua denominação os distintivos "Vale" ou "Petrobrás". Ora, no limite, o investidor deterá cotas de fundos que atrelam seu nome de forma inequívoca a "Vale" ou "Petrobrás", mas que, em caso de valorização dos títulos emitidos por tais sociedades, alterarão sua política de investimento para "Renda Fixa". Fica evidente que, em especial quando se está tratando do público-alvo desses veículos, há flagrante possibilidade de indução em erro quanto aos resultados a serem auferidos.

8. Outrossim, e ainda considerando as alegações do Recorrente, destaco que se, de fato, o Termo de Adesão, por definição, destina-se a registrar a entrega de determinadas informações aos cotistas, ele não tem o condão de suprir a falta de informações que deveriam constar de outros documentos. As especificações e esclarecimentos cuja inclusão foi requisitada pela SIN caberiam não em tal documento (e basta ver o conteúdo que para ele prescreve o art. 30 da Instrução CVM nº 409/2004), mas sim, inequivocamente, nos Prospectos dos Fundos. É o prospecto que, na forma do artigo 39 da mesma Instrução, "*deve conter todas as informações relevantes para o investidor relativas à política de investimento do fundo e aos riscos envolvidos*". Trata-se, aliás, aqui, de uma oportunidade para superar a prática, consolidada no Brasil, de meramente se transplantar o conteúdo dos regulamentos para os prospectos, incluindo nestes últimos as matérias que, por direito, a eles pertencem e que permitiriam, a tais documentos, o real cumprimento de sua função.

Pleito de tratamento isonômico

9. O Recorrente pede alternativamente que, caso a CVM entenda que as informações prestadas não sejam suficientes e/ou adequadas, a adaptação dos documentos dos Fundos seja precedida de edição de regras destinadas aos administradores que oferecem produtos similares, de forma a garantir tratamento isonômico a todos os participantes do mercado. De outra maneira, alega-se, o Recorrente seria prejudicado em benefício de seus concorrentes.

10. Ora, com tal argumentação o que se postula, no limite, é que, diante de determinadas irregularidades, a CVM antes priorize uma genérica "demanda regulatória", ao invés de atacar o caso concreto, o efetivo descumprimento da norma. Tal ordem de argumento se mostra equivocada desde cedo, por mais de um motivo: (i) entre o maior detalhamento das informações, conforme requerido pela SIN, e a revelação da totalidade das estratégias adotadas pelo Recorrente (do seu *know-how*), há um longo caminho; (ii) não é – e nem pode ser – aceitável o benefício concorrencial decorrente do descumprimento de normas em vigor e (iii) a CVM vem, também, tomando providências em relação a outros participantes do mercado que vinham adotando soluções similares – e nos demais casos, frise-se, não apenas não houve resistência, como se encontraram soluções satisfatórias.

11. Esclareço, ainda nos termos do acima exposto, que nada impede que se promova uma discussão com toda a indústria de administradores de veículos estruturados a respeito do tema. Este, no entanto, é um processo distinto do presente, em que se está lidando com o regular exercício do poder de polícia da CVM e com o cumprimento, por esta, de seu poder-dever.

Mecanismo de alteração automática da classificação dos Fundos

12. Os Regulamentos dos Fundos prevêem que, transcorrido determinado período, estes poderão ter sua classificação automaticamente alterada, de

"Ações"⁽⁸⁾ para "Renda Fixa"⁽⁹⁾. Sustenta o Recorrente, em contradição à SIN, que a anuência prévia dos investidores ingressantes nos Fundos substituiria o voto em assembléia geral de cotistas.

13. Avalio que os argumentos trazidos pelo Recorrente não devem prosperar, pelos motivos que exponho a seguir.

14. Primeiramente, porque concordo com o posicionamento da área técnica e da PFE, no sentido de que o Termo de Adesão, onde alegadamente se estaria registrando aquela anuência *a priori*, possui, na forma do já referido art. 30 da Instrução CVM nº 409/2004, tão-somente a finalidade de assegurar que o cotista (i) recebeu o Regulamento e o Prospecto e (ii) tomou ciência das informações sobre a política de investimento e os riscos assumidos pelo Fundo – suas finalidades são ligadas eminentemente ao registro/comprovação de que o cotista recebeu dados e documentos suficientes para uma tomada de decisão de investimento informada. Parece-me que a inclusão, no Termo de Adesão, de manifestação de vontade em deliberação futura, envolveria uma subversão de tais finalidades – embutindo ato volitivo, exercício de direito de voto, ainda que antecipado, onde ele usualmente não existe. E, pelos mesmos motivos, entendo que a alternativa aventada pelo Recorrente, de que o documento poderia conter mandato ao administrador para que este representasse o cotista em assembléia geral, também não deve encontrar guarida.

15. Mas, ainda que assim não fosse, deve-se destacar que a redação adotada pelo Termo de Adesão apresentado pelo Recorrente, por excessivamente vaga, não atenderia o fim pretendido, ou seja, não representaria propriamente uma manifestação de vontade do investidor, como expressão de aprovação prévia da mudança da política de investimento do Fundo.

16. Em segundo lugar, entendo que, quando a Instrução CVM nº 409/04 elegeu determinadas matérias para que sejam objeto de deliberação por assembléia geral de cotistas, ela não o fez em vão. O método assemblear, que se apóia sobre o cumprimento de determinadas formalidades (inclusive com a clara delimitação do que se deliberará na ocasião, ante as demandas que concretamente se apresentam), outorga determinadas garantias ao processo decisório – daí porque certas matérias são de competência exclusiva da assembléia geral e daí porque a adoção dos procedimentos assembleares torna-se verdadeira condição de validade para as deliberações tomadas.

17. Desta maneira, como a mera assinatura de Termo de Adesão pelos cotistas, efetuada *a priori*, prescinde do procedimento exigido pela regra – procedimento este que tem uma razão de ser – não se pode considerar válida a solução adotada pelo Recorrente. Não importa que todos os signatários tenham se manifestado previamente naquele sentido – ao estabelecer a competência da assembléia para deliberar sobre aquelas matérias, a Instrução CVM nº 409/2004 exclui qualquer outra alternativa que não a adoção do procedimento assemblear propriamente dito.

18. Aliás, acho relevante apontar, aqui, que a equiparação daquelas manifestações prévias a um procedimento deliberatório coletivo como a assembléia padece de mais um vício: por se tratarem de manifestações constantes do Termo de Adesão, não há, aos aderentes, outra alternativa senão a de pré-aprovar aquela deliberação. Como se poderia, razoavelmente, equiparar tal mecanismo compulsório a uma assembléia?

19. Nesse sentido, me parece que ao Recorrente restam apenas duas alternativas possíveis: (i) ou ele mantém os Fundos classificados sob a rubrica "Ações", e submete eventual alteração da política de investimento destes veículos à deliberação por assembléia geral de cotistas; (ii) ou, o que me pareceria ainda mais coerente, reconhece a natureza complexa dos Fundos (que existe desde a sua constituição) e altera a classificação destes para "Multimercado". Realço que não vem ao caso, aqui, que os Fundos Multimercado oferecem menor grau de informação ao investidor. Causa no mínimo estranhamento esse argumento do Recorrente, ante as reticências demonstradas para a apersentação das informações requeridas pela CVM. Ademais, não me parece que teria sido a mais adequada estrutura de prestação de informações que determinou que se tenha optado pela classificação original dos Fundos como de "Ações".

Não envio de extratos de informações e ausência de registro

20. Finalmente, foi apontado que os extratos de informações sobre os Fundos previstos no art. 8º, inciso VII da Instrução CVM nº 409/04 não foram encaminhados à CVM até a data de envio dos Ofícios. A área técnica e a PFE divergem quanto aos efeitos do não envio destes documentos, posicionando-se esta última no sentido de que, como tal envio é condição para a outorga do registro, a omissão acarretaria a ausência de tal registro. Daí decorreria que a distribuição das cotas seria caracterizada como infração grave, conforme previsto no art. 117, inciso I daquela Instrução.

21. Acompanho o entendimento exarado pela área técnica, de que não há que se falar, no presente caso, em desconsideração do registro dos Fundos e, conseqüentemente, na caracterização da prática de infração grave pelo Recorrente. Se o procedimento estabelecido pela CVM para a outorga de registro não exige a apresentação dos citados extratos, a imputação seria, flagrantemente, descabida. Ora, dentro de uma margem permitida pela própria redação do art. 8, a área técnica entende que a falta de envio de alguns documentos não impede o registro: as informações objeto dos citados formulários são destinadas a utilização interna, pela própria CVM. Não havendo maiores riscos para o público investidor, a área técnica tem optado por permitir o registro e, por outro lado, penalizar os administradores faltosos posteriormente. Daí porque afasto a posição da PFE, partindo do pressuposto de que a SIN já venha, nos casos em que faltam aquelas informações, adotando as medidas cabíveis.

Conclusão

22. Diante de todo o exposto, voto a favor do cumprimento, pelo Recorrente, das exigências formuladas pelos Ofícios, (i) detalhando nos documentos dos Fundos, em especial nos seus Prospectos, a política de investimento e os fatores de risco aos quais aqueles estão expostos e (ii) incluindo a necessidade de aprovação da mudança de classificação dos veículos por assembléia geral ou alterando a classificação destes para "Multimercado".

Rio de Janeiro, 5 de maio de 2009

Otávio Yazbek

Diretor relator

[\(1\)](#) Processo nº RJ 2008/7918 apenas.

[\(2\)](#) "Art. 40. O prospecto deve conter, em linguagem clara e acessível ao público alvo do fundo, informações sobre os seguintes tópicos, assim como quaisquer outras informações consideradas relevantes:

(...)

II – política de investimento e faixas de alocação de ativos, discriminando o processo de análise e seleção dos mesmos;

(...)

IX – identificação dos riscos assumidos pelo fundo."

[\(3\)](#) "Art. 41. O regulamento deve, obrigatoriamente, dispor sobre:

(...)

VI – política de investimento, de forma a caracterizar a classe do fundo, em conformidade com o disposto no art. 92;"

[\(4\)](#) "Art. 47. Compete privativamente à assembléia geral de cotistas deliberar sobre:

(...)

V – a alteração da política de investimento do fundo;"

[\(5\)](#) Processo nº RJ 2008/7918 apenso.

[\(6\)](#) "Art. 117. Considera-se infração grave, para efeito do disposto no art. 11, § 3º, da Lei n.º 6.385/76, as seguintes condutas em desacordo com as disposições desta Instrução:

I – distribuição de cotas de fundo sem registro na CVM;

(...)"

[\(7\)](#) "Art. 8º O pedido de registro deve ser instruído com os seguintes documentos e informações:

(...)

VII – formulário padronizado com as informações básicas do fundo, conforme modelo disponível na página da CVM na rede mundial de computadores, devidamente preenchido."

[\(8\)](#) "Nos termos do art. 95-B da Instrução CVM nº 409/04:

Os fundos classificados como "Ações" deverão ter como principal fator de risco a variação de preços de ações admitidas à negociação no mercado à vista de bolsa de valores ou entidade do mercado de balcão organizado.

§ 1º Nos fundos de que trata o caput:

I – 67% (sessenta e sete por cento), no mínimo, de seu patrimônio líquido deverão ser compostos pelos seguintes ativos:

a) ações admitidas à negociação em bolsa de valores ou entidade do mercado de balcão organizado;

b) bônus ou recibos de subscrição e certificados de depósito de ações admitidas à negociação nas entidades referidas na alínea "a";

c) cotas de fundos de ações e cotas dos fundos de índice de ações negociadas nas entidades referidas na alínea "a"; e

d) Brazilian Depositary Receipts classificados como nível II e III, de acordo com o art. 3º, §1º, incisos II e III da Instrução CVM nº 332, de 04 de abril de 2000.

II – o patrimônio líquido do fundo que exceder o percentual fixado no inciso I poderá ser aplicado em quaisquer outras modalidades de ativos financeiros, observados os limites de concentração previstos no art. 87.

(...)"

[\(9\)](#) "Por sua vez, conforme o art. 95 da Instrução CVM nº 409/04:

Art. 95. Os fundos classificados como "Renda Fixa", deverão ter como principal fator de risco de sua carteira a variação da taxa de juros doméstica ou de índice de preços, ou ambos.

§ 1º O fundo classificado como "Renda Fixa" deverá possuir, no mínimo, 80% (oitenta por cento) da carteira em ativos relacionados diretamente, ou sintetizados via derivativos, ao fator de risco que dá nome à classe.

(...)"