

Assunto: Pedido de autorização para venda privada de ações integrantes da carteira de fundo de investimento regulado pela Instrução CVM nº 409/04 – Processo RJ 2010/9233

Senhor Superintendente Geral,

Trata-se de pedido de autorização encaminhado pela Tarpon Investimentos S.A. com base em previsão do artigo 64, VI, da Instrução CVM nº 409/04, para negociação privada de ações de companhia aberta que integram a carteira dos fundos e clubes de investimento por ela geridos.

O quadro abaixo demonstra a quantidade de ações de emissão da BrasilAgro detidas por cada um dos fundos e clubes, que integram o presente pedido de autorização e que doravante serão referenciados como "Fundos Tarpon".

Fundo	CNPJ	Quantidade de Ações	% do capital da BrasilAgro
Tarpon CSHG Master FIA	08.541.574/0001-89	769.800	1,32%
Clube de Investimento Tarpon	04.480.987/0001-40	18.000	0,03%
Tarpon Institucional FIA	09.216.377/0001-57	178.700	0,31%
Tarpon Valor FIA	09.216.420/0001-84	29.300	0,05%
Fundo de Investimentos em Ações Tarpon CFJ	08.209.013/0001-87	39.200	0,07%
Fundo de Investimentos em Ações Cinco Cinco	08.608.201/0001-88	29.200	0,05%
Tiradentes Valor FIA	09.606.330/0001-08	194.000	0,33%
<b>Total</b>		<b>1.258.200</b>	<b>2,15%</b>

## 1. DO CASO CONCRETO

Conforme anunciado em fato relevante, em 28 de abril de 2010, os acionistas Cresud Sociedad Anónima Comercial Inmobiliária Financiera e Agropecuaria ("Cresud") e Tarpon Agro LLC ("Tarpor LLC"), ambos signatários de acordo de acionistas da companhia BrasilAgro – Companhia Brasileira de Propriedades Agrícolas ("BrasilAgro"), celebraram contrato por meio do qual a Tarpon LLC obrigou-se a alienar para a Cresud a totalidade dos valores mobiliários de emissão da BrasilAgro detidos pela Tarpon LLC, diretamente ou por meio da Tarpon Investimentos S.A. e por quaisquer fundos, contas ou veículos administrados por essa última.

Entretanto, o art. 64 da Instrução CVM nº 409/04 dispõe que:

*"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;"*

Dessa forma, os fundos geridos pela Tarpon Investimentos S.A. estariam impedidos de alienar as ações da BrasilAgro que integram suas carteiras, sem a prévia e expressa autorização da CVM.

O requerente esclarece que a alienação privada da participação dos Fundos Tarpon à Cresud permitirá que se alcance um valor por ação da BrasilAgro superior ao que seria possível auferir na venda realizada em bolsa de valores com eventuais interferências vendedoras, uma vez que as ações detidas pelos Fundos Tarpon foram objeto de negociação em bloco em razão do acordo de acionistas e fazem parte do bloco de controle, na medida em que o poder de decisão é exclusivo da Tarpon com relação aos Fundos Tarpon.

O preço acordado entre a Cresud e Tarpon LLC é de R\$ 12,50 por ação, enquanto que a cotação das ações da BrasilAgro (AGRO3) no encerramento do pregão de 28 de abril de 2010, data do fato relevante, era de R\$ 9,10. No fechamento de 23 de agosto de 2010, as ações AGRO3 estavam cotadas a R\$ 9,72 e a evolução dos preços e volumes negociados é mostrada no Anexo I.

Alegam também que a alienação privada das ações da BrasilAgro não importará em prejuízo aos cotistas dos Fundos Tarpon, mas, pelo contrário, permitirá que se alcance um valor superior àquele que se espera obter em venda pública em bolsa, assegurando a melhor rentabilidade aos cotistas dos fundos.

## 2. DO HISTÓRICO DE CASOS SEMELHANTES ANALISADOS PELO COLEGIADO

Em diversos casos, o Colegiado da CVM já autorizou a alienação de ações que integravam a carteira de fundos de investimento, em virtude do fechamento de capital das companhias emissoras das ações.

Esses casos divergem do presente pedido, pois as ações da BrasilAgro são negociadas em bolsa de valores e a sua manutenção na carteira dos fundos não caracterizaria nenhum desenquadramento em relação às normas em vigor.

Os casos que mais se aproximam ao atual são as consultas que integram os processos RJ2004/6333 e RJ2001/7640, abaixo reproduzidas, onde foi autorizada a negociação das ações fora de bolsa de valores.

**PROC. RJ2004/6333 - CONSULTA DE PACTUAL ASSET MANAGEMENT S.A. DTVM, BANCO PACTUAL S.A., BRASKEM S.A. E POLIALDEN PETROQUÍMICA S.A. ACERCA DE CELEBRAÇÃO DE TRANSAÇÃO JUDICIAL - ATA DA REUNIÃO DO COLEGIADO Nº 41 DE 03.11.2004**

Trata-se de pedido apresentado por Pactual Asset Management S.A. DTVM, Banco Pactual S.A., Braskem S.A. e Polialden Petroquímica S.A. de autorização de operação com ações em tesouraria da Braskem fora de bolsa, **bem como de que seja autorizado aos fundos de investimento FIA RAPSAG e FIA Eventos Corporativos**, ao investidor estrangeiro SPK Investment Corporation, bem como à Braskem, **a realização de permuta de ações da Polialden por ações preferenciais classe "A" da Braskem fora de bolsa**.

Dessa forma, o Colegiado, por unanimidade com relação aos itens "a", "b", "d" e "e" e por maioria no item "c" aprovou o voto do Diretor-Relator, apresentado na reunião de [25.10.04](#), no sentido de:

a) conceder as autorizações desde que haja a comprovação, pelos requerentes, de que a operação pretendida não ocasionará a obrigatoria formulação de oferta pública por aumento de participação, levando-se em conta a regra especial de vigência de que dispõe o art. 37 da Instrução 361/02;

b) **conceder a autorização especial para que os fundos de investimento possam realizar a operação fora de bolsa de valores ou de mercado de balcão organizado por entidade autorizada pela CVM;**

c) não conceder autorização ao investidor estrangeiro, uma vez que o caso não é de fechamento de capital, cancelamento ou suspensão de negociação, para os quais existe previsão, na Resolução CMN nº 2689, artigo 8º, de autorização prévia pela CVM para a realização de operação fora de pregão das bolsas de valores, de sistemas eletrônicos, ou de mercado de balcão organizado por entidade autorizada pela CVM, entendendo, assim, não ser possível à CVM autorizar a alienação no caso de investidores estrangeiros; e

d) pela necessidade de divulgação de fato relevante pela Braskem.

**PROC. RJ2001/7640 - CONSULTA SOBRE OBRIGATORIEDADE DE VENDA OU NÃO EM BOLSA DE VALORES OU MERCADO DE BALCÃO DE AÇÕES VINCULADAS POR ACORDO DE ACIONISTAS – BANCO OPPORTUNITY S.A. – ATA DA REUNIÃO DO COLEGIADO Nº 34 DE 28.08.2001**

1. O OPP I Fundo de Investimento em Ações e o Opportunity Fund são acionistas da Forpart S/A que participa do controle de Americel e Telet através de acordos de acionistas devidamente arquivados nas sedes das companhias na forma e para os efeitos do disposto no artigo 118 da Lei nº 6.404/76.
2. As participações detidas por Forpart em Americel e Telet estão inseridas em processo de negociação conjunta com os demais acionistas da qual resultará a transferência do controle dessas empresas para uma das operadoras internacionais de telecomunicações, já integrante do quadro acionário das duas sociedades, a Bell Canada International.
3. Por razões de conveniência corporativa, os acionistas da Forpart estão deliberando a redução de seu capital de tal forma que o OPP I e o Opportunity Fund passarão a deter as ações de emissão da Americel e Telet diretamente.
4. Ocorre que se, por um lado, a Lei nº 6.404/76, em seu artigo 118, parágrafo 4º, dispõe que as ações vinculadas por acordo de voto não poderão ser negociadas em bolsa de valores ou no mercado de balcão, por outro, os fundos, seja por Instrução da CVM, no caso do Fundo OPP I, seja por Resolução do Conselho Monetário Nacional, no caso do Opportunity Fund, não podem operar fora desses mercados.
5. Diante da existência de duas disposições normativas divergentes, o escritório Motta, Fernandes Rocha Advogados, que está formulando a presente consulta, entende que devem ser considerados os seguintes aspectos para o deslinde da questão:
  - a) instruções normativas editadas por órgãos da administração e fiscalização, como a CVM ou o Conselho Monetário Nacional, são normas complementares que estão diretamente subordinadas às leis. Assim, as Instruções CVM Nº 302/99 e 325/2000 e a Resolução CMN nº 2.689/2000 vinculam-se, em um claro nexo de acessoriedade e dependência, à Lei das S.A., devendo esta última, na hipótese de eventuais divergências, ser primordialmente observada e respeitada;
  - b) a observância ao dispositivo da Lei das S.A., no caso, não implica em prejuízo algum aos investidores dos fundos. Ao contrário, a alienação através de negociação privada, na qual outros acionistas do bloco de controle estarão igualmente alienando suas participações, permitirá que se alcance um valor em muito superior. Não parece, ainda, nada razoável exigir-se a desvinculação dos fundos dos acordos de acionistas para o exclusivo propósito de venda pública de suas participações no mercado por preço inferior ao atribuído;
  - c) a realização do negócio em bolsa importaria no risco de haver interferência na ponta compradora com o que se estaria frustrando, para todos os signatários dos acordos de acionistas, o negócio de venda para a Bell Canada, que pretende adquirir os blocos de ações de emissão da Telet e Americel. Ocorreria, assim, clara violação ao disposto nos referidos acordos celebrados no âmbito daquelas companhias de Banda B, em prejuízo dos demais signatários desses acordos.
6. É trazida, ainda, pelos consultentes a informação de que a CVM, ao ser consultada pelo BB-Banco de Investimento a respeito da venda de ações de emissão da Telet e Americel, no âmbito da mesma negociação, manifestou-se no sentido de que restrições à negociação privada impostas, no caso, pela Deliberação CVM Nº 20/85 não se aplicam às operações por se tratar de ações vinculadas a acordo de acionistas.

**VOTO**

20. Ante o exposto, **VOTO no sentido de que não está vedada a alienação de ações fora de bolsa ou do mercado de balcão pertencentes a fundos de investimento vinculadas por acordo de acionistas devidamente arquivado na sede da companhia nos termos do artigo 118 da Lei nº 6.404/76.**

Rio de Janeiro, 28 de agosto de 2001.

**NORMA JONSSSEN PARENTE  
DIRETORA-RELATORA"**

**3. DA MANIFESTAÇÃO DA ÁREA TÉCNICA**

De acordo com o IAN de 30/06/2009 da BrasilAgro, a Tarpon Investimentos S.A. e Fundos figuram como acionistas controladores da companhia, participando do acordo de acionistas.

2-Nome/Razão Social	3-CPF/CNPJ	6-Ações OI	7-Percentual	10-Ações Total	11-Perce	13-Participante do	14-Controlador
		(Unidade)		(Unidade)		Acordo de Acionistas	
JP MORGAN WHITEFIAS INC.	07.892.040/0001-34	6.210.000	10,63	6.210.000	10,63		NÃO
CRESUD S.A.C.I.F. y A.	07.892.040/0001-34	13.376.100	22,9	13.376.100	22,9	SIM	SIM
CAPE TOWN LLC	09.473.435/0001-28	2.640.300	4,51	2.640.300	4,51	SIM	SIM
ELIE HORN	00.000.481/2978-04	634.300	1,09	634.300	1,09	SIM	SIM
TARPON INVESTIMENTOS S.A. e FUNDOS	05.341.549/0001-63	9.581.950	16,4	9.581.950	16,4	SIM	SIM
AGRO MANAGERS S.A.	09.473.434/0001-83	141.450	0,24	141.450	0,24		SIM
AGRO INVESTMENTS S.A.	10.611.394/0001-78	749.900	1,28	749.900	1,28		SIM
CSHG VERDE MASTER FIM	07.455.507/0001-89	3.537.500	6,06	3.537.500	6,06		NÃO
AÇÕES EM TESOURARIA		0	0	0	0		NÃO
OUTROS		21.550.900	36,89	21.550.900	36,89		NÃO
TOTAL		58.422.400	100	58.422.400	100		NÃO

Considerando a posição demonstrada no IAN da companhia, os fundos integrariam o bloco de controle e aí valeria a conclusão do voto da diretora Norma Parente no processo RJ2001/7640 (*VOTO no sentido de que não está vedada a alienação de ações fora de bolsa ou do mercado de balcão pertencentes a fundos de investimento vinculadas por acordo de acionistas devidamente arquivado na sede da companhia nos termos do artigo 118 da Lei nº 6.404/76*).

Entretanto, no mesmo processo consta uma declaração de voto do Diretor Luiz Antonio de Sampaio Campos, que levanta uma questão que até a presente data não foi devidamente regulamentada: a participação de fundos de investimentos em acordos de acionistas.

***Ressalto, aqui, que na hora de celebrar o acordo os fundos não solicitam autorização da CVM e é esta celebração que os impede de alienar as ações em bolsa de valores, a teor do artigo 118 da Lei nº 6.404/76, mas na hora de alienar vem se socorrer na CVM, o que me parece algo invertido.***

*Portanto, entendo que embora para o caso concreto a solução adotada possa ser adequada – por suas características específicas, isto é bloco substancial de ações votantes e inequívoco controle compartilhado –, sua aplicação não deve ser generalizada. É que, uma vez que se permita a livre celebração de acordo de acionistas por tais fundos, de forma generalizada e sem qualquer tempero, poder-se-ia estar propiciando, em alguns casos, uma forma de fuga à regra da formação pública do preço ou, em outros, um modo de eximir os fundos de cumprimento das disposições constantes da regulamentação baixada pelo Conselho Monetário Nacional e pela CVM.*

*Chamo a atenção, neste particular, para o fato de que como estes fundos só podem, em tese, adquirir ação em mercado de balcão ou bolsa de valores, na verdade está se permitindo que sejam retiradas destes mercados ações que dele faziam parte.*

*Adicionalmente, há uma outra questão que me parece muito relevante e diz respeito à política de atuação tanto da CVM como do Conselho Monetário Nacional, notadamente no sentido de dirigir e incentivar a realização de operações em bolsas de valores. Tal atitude tem a virtude não só de permitir a transparência que tanto se deseja, mas também que os demais acionistas da companhia, minoritários mesmos, possam se beneficiar do preço do negócio, já que a operação estará sujeita não só às regras da CVM como as da própria bolsa de valores, onde é permitida interferência e são exigidos leilões especiais e ofertas públicas. Recordo, aqui, que em diversos países, notadamente na Europa, inclusive onde o mercado de capitais é bem mais desenvolvido do que o nosso, há restrição legal a que determinadas operações envolvendo ações de companhias abertas, pelo seu tamanho ou vigor, sejam feitas fora de bolsa de valores.*

***De todo modo, no meu entender, o assunto merece análise mais profunda, caso a caso, enquanto não houver norma que regule mais satisfatoriamente a matéria.***

Entre os Fundos Tarpon identificados no início deste memorando, consta um clube de investimento (Clube de Investimento Tarpon). O art. 33 do Regulamento anexo à Resolução Nº 303/2005- Ca, elaborada pelo Conselho de Administração da BM&FBOVESPA, não admite a alienação privada de ações detidas por clubes de investimento. Apesar da Instrução CVM nº 40/84 não conter nenhum dispositivo que vede expressamente os clubes de investimento alienar ações de suas carteiras fora de bolsa, entendemos que o tratamento dado aos fundos citados no presente pedido deva ser estendido ao clube.

Considerando que o pedido de autorização foi formulado pelo gestor dos Fundos Tarpon, Tarpon Investimentos S.A., solicitamos a manifestação dos respectivos administradores dos fundos a respeito da alienação privada das ações da BrasilAgro. Nenhum dos administradores envolvidos levantou qualquer objeção à operação proposta, ressaltando que a decisão de investimento e desinvestimento é de responsabilidade da gestora.

Finalmente, considerando as condições de preço apresentadas na proposta de venda privada de ações, entendemos que a mesma é vantajosa para os cotistas dos Fundos Tarpon e a sua rejeição poderia ocasionar prejuízos aos fundos em um eventual desinvestimento futuro em bolsa de valores.

#### 4. DA CONCLUSÃO

Diante do exposto, solicitamos o encaminhamento do presente memorando ao Colegiado, para que a autorização pleiteada seja deliberada.

Atenciosamente,

*Original assinado por*

Francisco José Bastos Santos

Superintendente de Relações com Investidores Institucionais

Anexo I – Evolução dos preços e volumes de AGRO3 negociados na BM&FBOVESPA