



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Memorando nº 37/2017-CVM/SRE/GER-2

Rio de Janeiro, 23 de agosto de 2017.

PARA: SRE
DE: GER-2

Assunto: Efeito da Decisão do Colegiado de 21.02.2006 nas Ofertas de Fundos Fechados após a alteração da Instrução CVM 476.

Senhor Superintendente,

1. Trata-se de memorando para abordar o impacto atual do teor da Decisão do Colegiado, deliberada em reunião realizada em 21.02.2006 ("Decisão do Colegiado de 21.02.06") no que tange à determinação de que *"toda colocação de cotas de fundos registrados na CVM é necessariamente pública"*, no trabalho da Gerência de Registros-2 ("GER-2") desta Superintendência de Registro de Valores Mobiliários ("SRE"), especialmente após a alteração do público-alvo das ofertas públicas automaticamente dispensadas de registro, realizadas com esforços restritos de colocação, com fundamento na Instrução CVM nº 476, de 16 de janeiro de 2009 ("Instrução CVM 476" ou "Instrução de Esforços Restritos"). Ao longo deste trabalho iremos explicitar o motivo pelo qual entendemos ser necessária a revisão da referida decisão pelo atual Colegiado desta Autarquia.

2. Para construção do nosso raciocínio trazemos à tona a entrada em vigor, em 1º de outubro de 2015, da Instrução CVM nº 554, de 17 de dezembro de 2014 ("Instrução CVM 554") (doc. nº 0346083), que alterou o artigo 2º da Instrução CVM 476, mudando o público-alvo das ofertas públicas objeto de distribuição com esforços restritos, passando de **investidores qualificados** para **investidores profissionais**. (*grifamos*)

3. Com tal alteração, o artigo 2º da Instrução CVM 476 passou a dispor que:

*"Art. 2º As ofertas públicas distribuídas com esforços restritos deverão ser destinadas exclusivamente a **investidores profissionais**, conforme definido em regulamentação específica, e intermediadas por integrantes do sistema de distribuição de valores mobiliários."* (*grifamos*)

4. A Instrução CVM 554 também alterou a Instrução CVM nº 539, de 13 de novembro de 2013 ("Instrução CVM 539"), que aborda o dever de verificação da adequação dos produtos, serviços e operações ao perfil do cliente, acrescentando, dentre outros, o artigo 9º-A, que traz o conceito de investidor profissional, conforme transcrição abaixo:

"Art. 9º-A São considerados investidores profissionais:

I – instituições financeiras e demais instituições autorizadas a funcionar pelo Banco

Central

do Brasil;

II – companhias seguradoras e sociedades de capitalização;

III – entidades abertas e fechadas de previdência complementar;

*IV – **pessoas naturais** ou jurídicas que **possuam investimentos financeiros em valor superior a R\$ 10.000.000,00 (dez milhões de reais)** e que, adicionalmente, atestem por escrito sua condição de investidor profissional mediante termo próprio, de acordo com o Anexo 9-A; (grifamos)*

V – fundos de investimento;

VI – clubes de investimento, desde que tenham a carteira gerida por administrador de carteira de valores mobiliários autorizado pela CVM;

VII – agentes autônomos de investimento, administradores de carteira, analistas e consultores de valores mobiliários autorizados pela CVM, em relação a seus recursos próprios;

VIII – investidores não residentes."

5. Como já mencionado, antes da alteração do seu público-alvo a Instrução CVM 476 abrangia as ofertas públicas com esforços restritos de colocação para investidores qualificados, que à época estavam conceituados no artigo 109 da Instrução CVM nº 409, de 18 de agosto de 2004 ("Instrução CVM 409"), transcrito em parte a seguir:

*Art. 109. Para efeito do disposto no artigo anterior, são considerados **investidores qualificados**:*

I – instituições financeiras;

II – companhias seguradoras e sociedades de capitalização;

III – entidades abertas e fechadas de previdência complementar;

*IV – **pessoas físicas ou jurídicas que possuam investimentos financeiros em valor superior a R\$ 300.000,00 (trezentos mil reais)** e que, adicionalmente, atestem por escrito sua condição de investidor qualificado mediante termo próprio, de acordo com o Anexo I; (grifamos)*

(...)

6. Como consequência da alteração acima exposta, algumas ofertas de cotas de fundos fechados deixaram de se adequar à Instrução de Esforços Restritos, embora apresentem as demais características singulares de colocação exigidas pela Instrução e, desde então, a GER-2 tem se deparado com questionamentos relativos ao tratamento adequado a ser adotado para tais ofertas públicas, que não são mais alcançadas pela Instrução CVM 476, mas que também não buscam atingir o público investidor em geral, pois foram projetadas para um número reduzido de investidores e/ou pré-determinados.

7. Para ilustrar o efeito da alteração do público-alvo da Instrução CVM 476 na dinâmica de trabalho da GER-2, iremos apresentar o histórico de uma oferta pública de distribuição de cotas de Fundo de Investimento em Participações ("FIP") recentemente analisada na GER-2. Ao utilizarmos esse caso concreto de análise, pretendemos esclarecer o motivo que nos leva a perceber a necessidade de revisão da Decisão do Colegiado de 21.02.2006.

Histórico da Oferta Pública de FIP recentemente analisada na GER-2:

8. Em 14.12.2016 foi protocolado o pedido de registro da oferta pública de distribuição de cotas da 1ª emissão do CZ FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES EM INFRAESTRUTURA ("CZ FIP", "Fundo" e "Oferta"), fundo fechado e destinado exclusivamente a investidores qualificados, tendo como administradora e como instituição intermediária líder a Planner Corretora de Valores S.A. ("Requerente" ou

"Administradora"), nos termos da Instrução CVM nº 400, de 29 de dezembro de 2003 ("Instrução CVM 400"), que dispõe sobre as ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários, nos mercados primário ou secundário. O pedido de registro da Oferta foi analisado no âmbito do Processo SEI nº: 19957.009347/2016-12.

9. Para análise da Oferta de até 20.000 cotas, com valor unitário de emissão de 1 mil reais, perfazendo um montante de 20 milhões de reais, foram anexadas as minutas dos seguintes documentos, exigidos para concessão de registro, de acordo com o Anexo II da Instrução CVM 400: (i) guia de recolhimento de taxa de fiscalização; (ii) contrato de coordenação da distribuição; (iii) contrato de escrituração das cotas; (iv) declarações de veracidade das informações da administradora e do coordenador líder; (iv) anúncios de início e de encerramento da distribuição e (v) prospecto preliminar.

10. Em 11.01.2017, a GER-2 encaminhou o Ofício nº 19/2017/CVM/SRE/GER-2, apresentando as exigências a serem cumpridas para a concessão do registro (doc. nº 0346406)

11. Em 16.02.2017, a GER-2 encaminhou o Ofício nº 86/2017/CVM/SRE/GER-2, reiterando quatro exigências que não foram atendidas plenamente. A resposta ao referido Ofício foi protocolada em 21.02.2017. (doc. nº 0346414)

12. Em 09.03.2017, a SRE encaminhou à Administradora o Ofício nº 124/2017/CVM/SRE/GER-2, comunicando o indeferimento de pedido de registro da Oferta. (doc. nº 0346423)

13. O indeferimento do pedido de registro ocorreu em função de: (i) a Gerência de Acompanhamento de Fundos Estruturados ("GIE") da Superintendência de Investidores Institucionais ("SIN") ter encaminhado naquela data um e-mail à GER-2, comunicando que havia pendências do CZ FIP na GIE e, portanto, o registro do Fundo estava irregular. A regularidade do registro de fundos que buscam fazer ofertas públicas é uma condição para a concessão de registro de distribuição de cotas; e (ii) a GER-2 ter identificado, após o redirecionamento de um e-mail encaminhado à GIE pela Administradora do CZ FIP em 24.02.2017, que informações relevantes sobre o Fundo não estavam adequadamente refletidas na documentação da Oferta. (doc. nº 0346431)

14. No e-mail trocado entre a Administradora do CZ FIP e a GIE, em resposta a uma determinada exigência, há menção de que: *"a Companhia Investida é o único alvo de investimento do Fundo devido a um processo de reestruturação societária de um Grupo Familiar e que tal Fundo foi estruturado com a finalidade exclusiva de viabilizar tal processo. Ademais, ressalta-se que o Fundo é classificado como Restrito, de acordo com as normas da Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiros e de Capitais ("ANBIMA") visto que esse terá somente 05 (cinco) cotistas pessoas naturais que integram a mesma família...* ("Cotistas Futuros"). *Os Cotistas Futuros possuem vínculo societário direta e/ou indiretamente com a Companhia Investida e terão influência nas decisões de gestão do Fundo, sendo certo que não haverá a implementação de um modelo de gestão discricionário e independente por parte da Administradora, a qual também é prestadora dos serviços de gestão da carteira do Fundo. O investimento no Fundo será realizado pelos Cotistas Futuros, mediante subscrição das cotas do Fundo, as quais serão integralizadas com as ações da Companhia Investida".* (grifamos)

15. A Administradora esclarece o motivo que a levou a protocolar um pedido de registro de oferta pública de distribuição, nos termos da Instrução CVM 400: *"a colocação da cotas da oferta da 1ª emissão do Fundo foi pleiteada perante esta Autarquia por meio da Instrução CVM 400 porque os Cotistas futuros não se enquadram na classificação de Investidores Profissionais, consoante o disposto no inciso IV do artigo 9-A da Instrução CVM 539, motivo pelo qual tornou-se inviável a realização da Oferta com esforços restritos tendo em vista o previsto no artigo 2º da Instrução CVM 476".* (grifamos)

16. Em 31.03.2017, a SRE encaminhou o Ofício nº 195/2017/CVM/SRE/GER-2, reformando a decisão de indeferimento da Oferta, tendo em vista a regularização do registro de funcionamento do CZ FIP junto à GIE e alteração dos documentos da Oferta, contemplando a devida divulgação acerca dos investidores pré-determinados da Oferta, com a inclusão do seguinte alerta na capa do Prospecto: *“A PRESENTE OFERTA FOI ESTRUTURADA COM A FINALIDADE ESPECÍFICA DE VIABILIZAR UM PROCESSO DE REESTRUTURAÇÃO SOCIETÁRIA DE ENTIDADES PERTENCENTES A UM GRUPO FAMILIAR, SENDO QUE NÃO HAVERÁ A PROCURA DE INVESTIDORES NO MERCADO, UMA VEZ QUE AS COTAS SERÃO SUBSCRITAS E INTEGRALIZADAS POR UM GRUPO RESTRITO DE INVESTIDORES QUE SÃO ACIONISTAS DIRETOS OU INDIRETOS DA COMPANHIA ALVO E/OU SEUS CÔNJUGES OU COMPANHEIROS, OU PESSOAS NATURAIS QUE POSSUAM GRAU DE PARENTESCO ATÉ O 4º GRAU COM AQUELES ACIONISTAS, CLASSIFICADOS COMO INVESTIDORES QUALIFICADOS NOS TERMOS DA REGULAMENTAÇÃO EM VIGOR E QUE PARTICIPARAM ATIVAMENTE DA ESTRUTURAÇÃO DO FUNDO.”* (doc. nº 0346436)

17. O registro da Oferta foi concedido na mesma data e comunicado por meio do Ofício n.º 196/2017/CVM/SRE/GER-2. (doc. nº 0346441)

Relação da Oferta citada com a Decisão do Colegiado de 21.02.2006:

18. Cabe ressaltar que antes da mudança de público-alvo realizada na Instrução CVM 476, distribuições de cotas como a do CZ FIP eram, salvo melhor juízo, realizadas no âmbito da citada Instrução, inclusive em função da Decisão do Colegiado de 21.02.2006. Tal Oferta apresentava as condições necessárias para obtenção de dispensa automática de registro, com as cotas sendo distribuídas com esforços restritos de colocação.

19. Afinal, os investidores que aderiram à Oferta fazem parte de um grupo restrito, eram pré-determinados e integrantes da mesma família. A realização da Oferta via Instrução CVM 476 acarretaria uma redução de custos para o Fundo, uma vez que não haveria necessidade de elaboração de prospecto e dos anúncios de início e de encerramento da distribuição, bem como de pagamento da taxa de fiscalização.

20. Chamamos atenção que, apesar do pedido de registro ter sido elaborado como uma oferta pública de distribuição de cotas de FIP, à primeira vista é possível identificar que a operação citada trata-se, na prática, de uma colocação privada de cotas de um fundo fechado. É patente que diante das características da Oferta não haveria razão para que a mesma passasse pela análise da GER-2, considerando a ausência de apelo à poupança pública e nem mesmo realização de esforços para colocação das cotas. Na prática foi realizada uma colocação particular para investidores previamente determinados.

21. Contudo, embora a Oferta apresentasse as características dessa operação particular, coube a CVM tratá-la como uma oferta pública de distribuição de cotas, em virtude da Decisão do Colegiado de 21.02.06, deliberada no âmbito do Processo CVM nº RJ-2005-2345, relativo ao Fundo de Educação para o Brasil - FIP ("FIP Educação para o Brasil"), que demandou uma consulta ao Colegiado acerca do tema e que teve como relator o presidente Marcelo Trindade.

22. Abaixo abordaremos resumidamente a consulta e a referida decisão do Colegiado.

Da consulta da SRE ao Colegiado em 2005:

23. A Decisão do Colegiado de 21.02.2006 foi resultante de uma consulta apresentada pela SRE, por meio do MEMO/SRE/GER-3/Nº 92/2005 ("Memo 92/2005"), de 13.06.2005, questionando a possibilidade de colocação privada de cotas de fundos fechados. (doc. nº 0346714)

24. Na elaboração do Memo 92/2005, para expor as dúvidas e as divergências

identificadas nas normas quanto à possibilidade de distribuição pública ou privada de cotas de fundos fechados, a SRE utilizou o pedido de registro automático do FIP Educação para o Brasil, protocolado em 04.04.2005, que informava a colocação privada de cotas representativas do patrimônio inicial realizada pela Pentágono S.A. Distribuidora de Títulos e Valores Mobiliários ("Pentágono DTVM"), contratada pela Patrimônio Investimentos e Participações Ltda., na qualidade de instituição administradora do fundo ("Patrimônio").

25. Em 2005 vigorava a Deliberação CVM nº 20, de 15 de fevereiro de 1985 ("Deliberação CVM 20"), que proibia a participação das sociedades integrantes do sistema de distribuição em negociações privadas (doc. 0346719). A Deliberação CVM 20 considerava que se caracterizavam *"como negociações privadas aquelas realizadas diretamente entre os interessados, compradores e vendedores, sem a presença dos intermediários que compõem o sistema de distribuição a que se refere o artigo 15 da LEI Nº 6.385/76"* e que *"a participação de sociedades ou profissionais integrantes do sistema de distribuição, comprando ou vendendo valores mobiliários, por si só torna pública a negociação"*, o que impedia a sua realização *"fora de Bolsa de Valores ou do mercado de balcão"*. (grifamos)

26. Assim, as negociações de valores mobiliários com a participação de sociedades integrantes do sistema de distribuição, tal como a Pentágono DTVM, não se configuravam *"em hipótese alguma, como negociações privadas"*, devendo ser efetuadas somente nos mercados de Bolsa ou balcão onde tais valores estivessem *"admitidos à negociação"*, texto expresso no item I da citada Deliberação, que foi revogada pela Instrução CVM nº 461, de 23 de outubro de 2007 ("Instrução CVM 461").

27. O Memo 92/2005 informa que, em 19.04.2005, a SRE recebeu um comunicado da Bolsa de Valores de São Paulo ("BOVESPA"), informando que o pedido de registro de negociação de cotas de emissão do FIP Educação havia sido deferido e que o início dos negócios com as cotas dar-se-ia oportunamente.

28. Diante da validade da Deliberação CVM 20 e do recebimento da correspondência da BOVESPA, a SRE encaminhou, em 20.04.2005, o OFÍCIO/CVM/SRE/GER-3/Nº 596/2005 à Administradora do FIP Educação para o Brasil, contendo, dentre outras considerações, o pedido de envio do comprovante de recolhimento da taxa de fiscalização de que trata o art. 4º, inciso II da Lei Nº 7.940/89 (Tabela D), por entender que somente os valores mobiliários distribuídos publicamente, por meio de oferta primária ou secundária registrada na CVM poderiam ser negociados na Bolsa de Valores ou mercado de balcão organizado. (doc. 0346730)

29. Em 04.05.2005, em resposta ao citado Ofício, a Patrimônio protocolou expediente solicitando a reconsideração do entendimento de que a distribuição de cotas do Fundo seria realizada no âmbito de uma oferta pública e informou também que já havia procedido à colocação das cotas da primeira e da segunda emissão do FIP Educação para o Brasil de forma privada, sem qualquer esforço de venda realizado por ela ou pela Pentágono. (doc. 0346733)

30. A Patrimônio justificou que a contratação da Pentágono DTVM ocorreu pela necessidade de atendimento ao disposto no artigo 9º, § 4º, da Instrução CVM nº 391, de 16 de julho de 2003 ("Instrução CVM 391"), que estabelecia que: *"Quando a administração do fundo não for exercida por instituição financeira integrante do sistema de distribuição, o administrador deverá contratar instituição legalmente habilitada para execução dos serviços de distribuição de cotas e de tesouraria"*.

31. Alegou também que a Deliberação CVM 20 não era aplicável á oferta em comento por ser datada de 15 de fevereiro de 1985 e, portanto, ser referente *"exclusivamente a valores mobiliários de emissão de companhias abertas, uma vez que o conceito de valores mobiliários ainda não incluía as cotas de fundos de investimento naquele momento"* e que, caso o conceito da Deliberação 20 fosse aplicado às colocações de cotas de fundos de

investimento, de qualquer natureza, inclusive os de participação, toda e qualquer colocação de cotas de fundos de investimento seria pública, *"mesmo não contendo as características expressas no § 3º do art. 19 da Lei 6.385/76 e no art. 3º da Instrução CVM 400"*.

32. A Patrimônio enfatizou que tal hipótese *"contrariaria até mesmo a própria Instrução CVM 391"*, que previa a possibilidade de realização de distribuição de cotas de FIP sob o regime de colocação privada ou pública, em provável alusão ao art. 7º, § 2º, da Instrução CVM 391, que previa que a "distribuição de **novas** cotas do fundo dependia de **prévio registro** na CVM". A SRE questionava à época se tal dispositivo da citada Instrução possibilitava a colocação da primeira emissão de cotas de FIP de forma privada. Inclusive, o Memorando 92/2005 trouxe tal possibilidade a debate.

33. Cabe salientar que, anteriormente à elaboração do Memorando 92/2005 para o Colegiado, a SRE consultou a PFE, no âmbito do Processo CVM nº RJ-2003-12940, por meio do MEMO/CVM/SRE/GER-3/Nº 36/2005, de 10.03.2005, aditado pelo MEMO/CVM/SRE/GER-3/Nº 42/2005, de 16.03.2005, abordando, dentre outros pontos, a possibilidade de realização tanto de ofertas públicas como privadas de distribuição de cotas de FIP e de Fundos de Investimento em Direitos Creditórios ("FIDC"). (doc. 0346737)

34. Em resposta, a PFE emitiu o MEMO/PFE-CVM/GJU.2/Nº 55/2005, de 04.04.2005, tecendo as seguintes considerações: (i) *A Instrução CVM 356/01 e a Instrução CVM 391 não vedam a colocação privada de cotas, respectivamente, de FIDC e FIP. Caso contrário, haveria indevida intromissão do Poder Público na esfera de autonomia da vontade das partes;* (ii) *Quando a colocação das cotas for realizada por instituição integrante do sistema de distribuição de valores mobiliários, aplica-se a presunção, trazida pela Deliberação 20, de que "as negociações de valores mobiliários de que participem não se configuram, em hipótese alguma, como negociações privadas, pelo que somente poderão efetuá-las nos mercados – de bolsa ou balcão – em que tais valores estejam admitidos à negociação";* (iii) *Tal presunção não se restringe às negociações no mercado secundário, aplicando-se também à colocação de valores mobiliários no mercado primário, embora sua redação não lhe confira, expressamente, tal abrangência;* (iv) *Entretanto, o teor da Deliberação CVM 20 não pode ser considerado em termos absolutos, podendo ser aquilatado à luz do que hoje dispõe o art. 3º, § 1º, da Instrução 400, que delimita o conceito de "público em geral", dele excluindo as pessoas que tenham "prévia relação comercial creditícia, societária ou trabalhista, estreita e habitual, com a emissora".* (doc.0346741)

35. A PFE ainda mencionou que: *"para que as cotas sejam admitidas à negociação em bolsa ou entidade do mercado de balcão organizado, seria, em tese, necessária a obtenção de autorização junto à CVM, conforme preceitua o art. 21, incisos I e II, da Lei 6.385/76"*.

36. Naquela ocasião, diante das alegações apresentadas pelos envolvidos no processo do FIP Educação para o Brasil, da manifestação da PFE e seguindo o posicionamento da área técnica, a SRE elaborou o Memorando 92/2005, submetendo a consulta sobre o tema ao Colegiado, concluindo, em resumo, que:

"a) os FIP deveriam necessariamente ter seu registro para funcionamento concedido pela CVM, em analogia com o previsto no art. 2º, § 3º, inciso I, e art. 21, ambos da Lei nº 6385/76...;

b) a Deliberação CVM 20, não seria aplicável às ofertas privadas de distribuição de cotas de FIP e FIDC, uma vez que a presença do membro integrante do sistema de distribuição advinha de normativo da CVM posterior à referida Deliberação, desde que não fosse efetivamente caracterizada a oferta pública nos termos da Lei, servindo o mesmo não somente para distribuição das cotas, mas também para controladoria e tesouraria do fundo;

c) quanto às disposições do art. 7º, § 2º, da Instrução 391 e art. 20 da Instrução 356, com indicação, respectivamente, de que a distribuição de novas cotas de FIP, bem como a

distribuição de cotas de FIDC fechado dependiam de prévio registro na CVM, cabiam duas interpretações: (i) caráter obrigatoriamente público para todas as emissões de FIDC fechado e, com exceção da primeira emissão, todas as demais de FIP; ou (ii) deveria ser considerado que o registro era restrito a distribuições públicas, ou seja, sendo privadas, obviamente, não dependeriam de registro nesta Comissão;

d) sendo os FIP e FIDC fundos destinados para investidores qualificados, concluímos que a única eventual restrição material de negociação de cotas colocadas privadamente é que o intermediário deve exigir a comprovação da qualificação do investidor para proceder à transferência de titularidade das cotas negociadas no mercado secundário. No entanto, de modo a solucionar o requisito legal (art. 21 da Lei nº 6385/76) e a exigência do órgão auto-regulador (bolsa de valores ou mercado de balcão organizado) seria necessário estabelecer um regime próprio de dispensa automática de registro, mediante protocolo dos documentos nesta CVM."

37. A SRE explicita na conclusão do Memorando 92/2005 que *"dadas as alegações e os fatos novos apresentados pelos interessados, reconsiderou o entendimento e, a despeito da Deliberação CVM 20, concluiu que a distribuição das cotas do FIP Educação para o Brasil não se realizou no âmbito de uma oferta pública, tendo em vista que: (i) as características da colocação das cotas do fundo não permitiam enquadrá-la como oferta pública de distribuição, nos termos § 3º do art. 19 da Lei 6.385/76 e do art. 3º da Instrução CVM 400; e (ii) os dois atuais cotistas do fundo tinham uma relação estreita e habitual com o Fundo, o que os excluía da definição de público em geral dada pelo art. 3º, § 1º, da Instrução CVM 400"*.

38. Nesse Memorando, a área técnica da SRE sinalizou que, caso houvesse uma orientação nova do Colegiado, somente passaria a aplicá-la após devida divulgação no site da CVM para que não gerasse insegurança jurídica aos responsáveis pela estruturação desses fundos, com conseqüentes prejuízos para o desenvolvimento da indústria.

39. Então, solicitou ao Colegiado a obtenção da correta interpretação da lei e regulamentação aplicável aos seguintes pontos: **(a)** distribuição pública e privada de cotas de FIP e FIDC, bem como casos de dispensa de registro, inclusive no que se refere à 2ª emissão e seguintes; **(b)** negociação de cotas distribuídas privadamente ou sob condição de dispensa de registro, em mercados públicos de bolsa e balcão organizado; **(c)** aplicabilidade da Deliberação CVM 20 face aos dispositivos constantes da regulamentação específica de tais fundos; e **(d)** desnecessidade de registro de FIP que não distribuíssem publicamente suas cotas.

Da Decisão do Colegiado de 21.02.2006:

40. O relator do Processo foi o presidente Marcelo Fernandez Trindade, que na reunião realizada no dia 21.02.2006, apresentou o seu voto, acompanhado por unanimidade. (doc. 0346745) Abaixo destacamos algumas partes:

40.1. *"A evolução das normas emanadas da CVM acabou gerando a co-existência de regras gerais sobre a distribuição pública de valores mobiliários, contidas na Instrução 400/03, com normas específicas relacionadas tanto à distribuição de cotas de fundos de investimento em geral (contidas na Instrução CVM 409/04) quanto a certos fundos em particular (como é o caso das Instruções CVM 391/03 para os FIP, 356/01 para os FIDC, 209/95 para os FMIEE e 205/94 para os FII).*

40.2. *Esse cenário acabou levando à perda, em alguns casos, da coerência sistemática que se espera das normas emanadas de um mesmo órgão, terminando por gerar as dúvidas que motivaram a consulta.*

40.3. *A análise da evolução e da natureza do "registro de funcionamento" é relevante para a solução de uma das questões objeto da consulta, relativa à necessidade de registro, perante a CVM, de Fundos Fechados cujas cotas sejam colocadas privadamente. Já a análise*

das normas relativas ao "registro de distribuição de cotas" é fundamental para a resposta às demais questões postas na consulta. Passo, então, a analisar ambas as questões.

40.4. A Lei 6.385/76, como se sabe, estabeleceu que "nenhuma emissão pública de valores mobiliários será distribuída no mercado sem prévio registro" na CVM (art. 19). Por força da nova redação dada ao art. 2º da mesma lei pela Lei 10.303/01, as cotas de fundos de investimento em valores mobiliários (em qualquer caso, cf. inciso V) e as cotas de outros fundos de investimento, quando ofertadas publicamente (inciso IX), foram incluídas no conceito de valores mobiliários. Daí resulta que toda oferta pública de cotas de fundo de investimento só pode ser realizada após a obtenção de registro perante a CVM.

40.5. A Lei 6.385/76 também criou um registro de companhias emissoras de valores mobiliários (art. 21), chamadas de "companhias abertas" (art. 22), de maneira que "somente os valores mobiliários emitidos por companhia registrada ... podem ser negociados em bolsa e no mercado de balcão" (§ 1º do art. 21). Não foi criado, entretanto, um registro de fundos de investimento, quer constitutivo de tais entidades, quer autorizativo de seu "funcionamento".

40.6. A natureza dos fundos de investimento continua a ser, portanto, aquela estabelecida pela Lei 4.728/65, de "fundos em condomínio" (art. 49), então administrados por "sociedades de investimento", e agora, dada a natureza de valores mobiliários de suas cotas, por pessoas previamente autorizadas pela CVM (art. 23 da Lei 6.385/76).

40.7. Tratando-se de condomínio sobre coisas móveis, os fundos de investimento não demandam registro para constituírem-se, podendo ser criados por quaisquer dos meios de aquisição de propriedade móvel em condomínio admitidas pela lei civil (sucessão, aquisição de fração ideal, aquisição em conjunto, etc...).

40.8. Contudo, condomínios assim criados não seriam mecanismos viáveis de captação e organização de quantias para investimento conjunto, pois não permitiriam a livre alienação das frações do patrimônio sem direito de preferência (Código Civil, art. 1.322), a organização do condomínio sob um regime padronizado e regulamentar, com administração profissional (Lei 6.385/76, art. 23), a faculdade de captação de recursos e conseqüente aumento do patrimônio, com agregação de novos condôminos, sem autorização dos anteriores e, no caso dos fundos abertos, o direito dos condôminos resgatarem sua parcela de patrimônio, sem que se extinga o condomínio (Código Civil, art. 1.320).

40.9. Esta terá sido a razão pela qual, replicando o sistema de duplo registro (do valor mobiliário e do emissor) dos arts. 19 e 21 da Lei 6.385/76, a regulamentação da CVM evoluiu para a concessão de dois registros aos fundos de investimento: o de autorização para o "funcionamento" de fundos e o de autorização para a "distribuição" das cotas de fundos. O primeiro sempre estabelecido pelas normas regulamentares como requisito para o segundo; o primeiro, não essencial, mas desejado pelos agentes de mercado em prol da segurança jurídica e da eficiência operacional do produto; o segundo, imposto genericamente pelo art. 19 da Lei 6.385/76.

40.10. Mas a existência dessa autorização para funcionamento, desse "registro dos fundos", não transforma a natureza condominial da propriedade dos ativos. Tal registro tampouco é constitutivo do condomínio. Sua existência insista-se — ao menos enquanto não sobrevier lei que confira personalidade jurídica aos fundos de investimento, ou que altere a Lei 6.385/76 para conferir caráter constitutivo ao registro do regulamento do fundo na CVM ou no registro de títulos e documentos — decorre da propriedade de coisas móveis (os ativos do fundo) por mais de um titular (os cotistas).

40.11. Portanto, em resumo, pode-se afirmar que: (i) a constituição de condomínios sobre valores mobiliários (ressalvada a situação legal específica dos FII) não depende de registro na CVM; (ii) sem prejuízo disto, a CVM disciplina a constituição de tais condomínios (do ponto de vista do conteúdo dos documentos de constituição e da publicidade a eles imposta), quando organizados sob a forma de fundos de investimento, visando à regulação

mais adequada (e obrigatória) da subsequente distribuição pública de cotas dos fundos; e (iii) a existência de uma regulação sobre a constituição e o funcionamento dos fundos de investimento termina por assegurar aos agentes de mercado certeza jurídica sobre a disciplina de tais condomínios, o que faz com que, na prática, mesmo os fundos de investimento que não se destinam a posterior distribuição pública de cotas prefiram obter registro na CVM.

40.12. *Não parece possível, assim, do ponto de vista legal, que a CVM conceda registro a qualquer fundo de investimento em que o administrador pretenda colocar suas cotas exclusivamente de modo privado. Em tais casos, se estará diante de um condomínio não regulado pela CVM, segundo a legislação em vigor. Somente a edição de uma lei que atribuisse competência à CVM para criar um registro de fundos, independentemente de sua distribuição pública, daria poderes à autarquia para tanto. Por estas razões, embora nada impeça que o administrador deixe de realizar esforço de venda de cotas de fundo registrado na CVM, o registro deve ser examinado e concedido como se tal esforço fosse realizado.*

40.13. *Até lá, embora os termos da regulamentação da CVM sobre o tema mereçam consolidação sistemática, não é equivocada a exigência regulamentar de que a autorização para funcionamento dos fundos de investimento (o registro de fundos) seja acompanhada da comprovação da celebração de contrato com entidade integrante do sistema de distribuição, para efetuar a necessária colocação pública das cotas.*

40.14. *Pelas mesmas razões expostas ao longo deste voto, no sentido de que a legitimação da intervenção da CVM no registro de funcionamento de fundos de investimento decorre da distribuição pública de suas cotas, entendo necessária a intervenção de instituição intermediária integrante do sistema de distribuição em colocação de cotas de Fundos Fechados que sejam regidos pela CVM, pois tal intervenção decorre de comando legal (art. 19 da Lei 6.385/76).*

40.15. *Como visto, não me parece que seja possível a colocação privada de cotas de fundos submetidos à supervisão da CVM. Além disto, parece-me que a intervenção das instituições intermediárias é obrigatória, à luz da regulamentação atual, em quaisquer colocações de cotas de fundos a que a CVM conceda registro.*

40.16. *Finalmente, pelas razões que expus, parece-me que não há, nem necessidade, nem possibilidade, de registro na CVM de fundos de investimento em geral cujas cotas destinem-se à colocação privada, sem prejuízo de que, em busca da segurança jurídica decorrente da existência de regulamentação, ou por qualquer outra razão lícita, os administradores obtenham o registro de fundos junto à CVM, sujeitando-se a todos os ônus inerentes, e não venham a realizar efetivo esforço de colocação pública."*

41. *Nessa decisão o Colegiado manifestou também a necessidade de consolidação da regulamentação: "o Colegiado deliberou determinar que: (i) sejam revisadas as normas da Instrução CVM nº 409/04 na parte relativa às dispensas de requisitos e de registro de distribuição pública, aos regimes especiais de registro e às demais matérias mencionados no voto do Relator; e (ii) seja mandado aplicar tais regras revisadas à distribuição pública de todos os Fundos Fechados, e a dos Fundos Abertos em que existam restrições significativas de liquidez, salvo nos casos que mereçam tratamento específico nas Instruções respectivas".*

Da rotina de trabalho na SRE após a Decisão do Colegiado de 21.02.2006:

42. *Diante de tal entendimento do Colegiado, a SRE em 29.03.2006, encaminhou à Associação Nacional dos Bancos de Investimento - ANBID, que após a fusão com a Associação Nacional das Instituições do Mercado Financeiro - ANDIMA, resultou na atual Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiros e de Capitais - ANBIMA, o OFÍCIO/CVM/SRE/Nº 684/2006, comunicando a mudança de critério para concessão de registro para o funcionamento de fundos mútuos de investimento em empresas emergentes ("FMIEE"), de investimento em direitos creditórios ("FIDC") e de investimento em participações ("FIP"). (doc. nº 0346752)*

43. O citado Ofício também informou que, a partir da Deliberação do Colegiado de 21.02.2006, não mais seria concedido registro de funcionamento de fundos que não realizassem ofertas públicas de distribuição de suas cotas e que, portanto, deveria ser registrada a oferta pública de distribuição de cotas, ou obtida a dispensa de seu registro, nos termos da Instrução CVM 400, para que fosse concedido o registro de funcionamento dos referidos fundos.

44. Vale lembrar que naquela época o registro de funcionamento dos fundos fechados era concedido pela SRE, por meio da Gerência de Registro 3 ("GER-3"). Atualmente tal procedimento é realizado pela Gerência de Acompanhamento de Fundos Estruturados ("GIE") na Superintendência de Investidores Institucionais ("SIN").

45. Com a introdução das orientações emanadas na rotina de trabalho, a área técnica da SRE passou a submeter ao Colegiado os pedidos de dispensa de registro de oferta pública de distribuições de cotas dos fundos fechados, que eram protocolados pelos administradores e/ou intermediários das ofertas, quando as mesmas apresentavam características específicas e estavam enquadradas nos artigos 4º e 5º, inciso II da Instrução CVM 400, com a seguinte readação à época:

"Art. 4º Considerando as características da oferta pública de distribuição de valores mobiliários, a CVM poderá, a seu critério e sempre observados o interesse público, a adequada informação e a proteção ao investidor, dispensar o registro ou alguns dos requisitos, inclusive publicações, prazos e procedimentos previstos nesta Instrução. § 1º Na dispensa mencionada no caput, a CVM considerará, cumulativa ou isoladamente, as seguintes condições especiais da operação pretendida:

I - a categoria do registro de companhia aberta (art. 4º, § 3º, da Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976);

II - o valor unitário dos valores mobiliários ofertados ou o valor total da oferta;

III - o plano de distribuição dos valores mobiliários (art. 33, § 3º);

IV - a distribuição se realizar em mais de uma jurisdição, de forma a compatibilizar os diferentes procedimentos envolvidos, desde que assegurada, no mínimo, a igualdade de condições com os investidores locais;

V - características da oferta de permuta;

VI - o público destinatário da oferta, inclusive quanto à sua localidade geográfica ou quantidade; ou

VII - ser dirigida exclusivamente a investidores qualificados.

§2º O pedido de dispensa de registro ou de requisitos do registro será formulado pelo ofertante, e pela instituição intermediária, se for o caso, em documento fundamentado, nos termos do Anexo I, que conterà as justificativas identificadas pelos requerentes para a concessão da dispensa, aplicando-se na análise os prazos previstos nos arts. 8º e 9º.

§3º Fica facultada a apresentação do pedido de registro de distribuição conjunta e simultaneamente ao pedido de dispensa de requisitos de registro.

§4º Na hipótese de dispensa de requisitos de registro com base no inciso VII do § 1º, deverá ser, adicionalmente, observado o seguinte:

I - o ofertante apresentará à CVM, juntamente com o pedido fundamentado mencionado no § 2º deste artigo, modelo de declaração a ser firmado pelos subscritores ou adquirentes, conforme o caso, da qual deverá constar, obrigatoriamente, que:

a) têm conhecimento e experiência em finanças e negócios suficientes para avaliar os riscos e o conteúdo da oferta e que são capazes de assumir tais riscos;

b) tiveram amplo acesso às informações que julgaram necessárias e suficientes para a decisão de investimento, notadamente aquelas normalmente fornecidas no Prospecto; e

c) têm conhecimento de que se trata de hipótese de dispensa de registro ou de requisitos, conforme o caso, e se comprometem a cumprir o disposto no inciso III deste parágrafo.

II - todos os subscritores ou adquirentes dos valores mobiliários ofertados firmarão as declarações indicadas no inciso I deste parágrafo, as quais deverão ser inseridas nos boletins de subscrição ou recibos de aquisição;

III - o investidor qualificado que tenha subscrito ou adquirido valores mobiliários com base na dispensa do inciso VII, do § 1º do art. 4º e pretenda vender os valores mobiliários adquiridos ou subscritos a investidor não qualificado antes de completados 18 (dezoito) meses do encerramento da distribuição somente poderá fazê-lo se for previamente obtido o registro de negociação em mercado, a que se refere o art. 21 da Lei nº 6.385, de 1976, salvo se os valores mobiliários adquiridos se enquadrarem nas hipóteses do § 1º do art. 2º desta Instrução;

IV - os prazos de análise previstos no § 3º do art. 13.

Art. 5º Sem prejuízo de outras hipóteses que serão apreciadas especificamente pela CVM, será automaticamente dispensada de registro, sem a necessidade de formulação do pedido previsto no art. 4º, a oferta pública de distribuição:

I - (...)

II - de lote único e indivisível de valores mobiliários;

(...)"

46. Em resumo, a SRE elaborava um Memorando, que descrevia as particularidades da oferta em análise, como por exemplo, a existência de mais de um investidor objeto da oferta, porém pertencentes ao mesmo grupo econômico ou quando os mesmos tinham um interesse único e indissociável entre si.

47. Eram também submetidos ao Colegiado os pedidos de dispensa de registro quando a oferta não se destinava ao público em geral, mas sim a investidores que tinham prévia relação, estreita e habitual com o ofertante, tendo em vista o entendimento de que o *caput* do artigo 5º da Instrução CVM 400 indicava que o rol de possibilidades de dispensa de registro ali previsto não era exaustivo, existindo outras hipóteses desde que apreciadas especificamente pela CVM. Em geral, o Colegiado acolhia o posicionamento favorável da área técnica e deliberava pela concessão da dispensa de registro pleiteada.

48. Até que na reunião do Colegiado, realizada em 07.11.2006, na análise dos pedidos de dispensa de requisitos de registro, com relação à apresentação de prospecto e de publicação de anúncios de início e de encerramento de distribuição de quatro ofertas de cotas de FIP, no âmbito dos Processos CVM-RJ-2006-6751, CVM-RJ-2006-7190, CVM-RJ-2006-7292 e CVM-RJ-2006-7293, a SRE foi autorizada a dispensar a apresentação e a publicação dos documentos citados desde que: **(i)** as cotas não fossem admitidas à negociação em bolsa ou mercado de balcão organizado; **(ii)** o fundo tivesse um número limitado de investidores participantes; e **(iii)** o valor mínimo de subscrição das cotas fosse R\$ 1 milhão de reais. (doc. 0346763)

49. Na reunião realizada em 28.11.2006, após conceder a dispensa de registro da oferta pública de distribuição de cotas do Star Fundo de Investimento em Participações ("Star FIP"), no âmbito do Processo CVM-RJ-2006-8141, considerando que tais cotas não seriam destinadas ao público em geral, mas a cinco adquirentes pré-determinados, que possuíam prévia relação societária (ou familiar) entre si, o Colegiado deliberou aprovar a dispensa pleiteada e, adicionalmente, autorizou que a SRE adotasse o mesmo tratamento em casos semelhantes. (doc. 0346767)

Da Instrução CVM 476:

50. As deliberações acima citadas, abordando as dispensas automáticas de registro ou as dispensas concedidas em função das características da oferta pública, bem como as dispensas de requisitos para registro serviram como ponto de partida para a elaboração da Instrução CVM 476. Afinal, ao analisarmos a audiência pública da citada instrução, observamos que seu propósito foi dispensar automaticamente de registro na CVM as

ofertas públicas de distribuição dirigidas a um número restrito de investidores qualificados.

51. Na Audiência Pública SDM 05/08, que deu origem à Instrução CVM 476 foi explicitado que a minuta proposta não procurava trazer a definição de oferta pública ou privada, mas apenas dispensar o registro de ofertas enquadradas aos seus requisitos, uma vez que, no que tange às *"ofertas privadas, a minuta parte do pressuposto de que nenhum registro é necessário, pois elas não estão sujeitas à competência da CVM"*, remetendo à Decisão do Colegiado de 21.02.2006. (doc. 0346769)

52. A Instrução CVM 476 foi editada e publicada em 19.01.2009 e com sua entrada em vigor, as ofertas públicas dos valores mobiliários nela elencados, estruturadas com esforços restritos de colocação passaram a ser automaticamente dispensadas de registro. A citada Instrução regulamentou, portanto, as ofertas públicas que, por suas características, eram anteriormente dispensadas de registro somente após análise da área técnica da SRE.

53. Além disso, a Instrução de Esforços Restritos expandiu a possibilidade de realização de oferta pública, com obtenção automática de registro, trazendo uma redução dos custos envolvidos, promovendo o acesso dos emissores ao mercado de valores mobiliários, conforme menciona sua Audiência Pública.

54. Originalmente a Instrução CVM 476 estabelecia os seguintes requisitos para obtenção da dispensa automática de registro: **(i)** ofertas destinadas exclusivamente a investidores qualificados e intermediadas por integrantes do sistema de distribuição de valores mobiliários; **(ii)** procura de, no máximo, 50 (cinquenta) investidores; **(iii)** subscrição ou aquisição por, no máximo, 20 (vinte) investidores qualificados; e **(iv)** subscrição ou aquisição, no âmbito da oferta, no montante mínimo de 1 milhão de reais.

Da recente alteração da Instrução de FIP:

55. A Instrução CVM nº 578, de 30 de agosto de 2016 ("Instrução CVM 578"), que revogou a Instrução CVM 391, estabelece no artigo 22, § 1º que para fins da referida Instrução *"não se qualifica como oferta pública a emissão de cotas destinada aos cotistas do fundo"*, fazendo uma referência clara à possibilidade de oferta privada de cotas de FIP para os atuais cotistas do fundo, no caso de uma nova distribuição de cotas, desde que: (i) *"as cotas não sejam admitidas à negociação em mercados organizados"* e (ii) *"as cotas não colocadas junto aos cotistas sejam automaticamente canceladas"*.

56. Tal possibilidade foi inserida por inspiração em outra decisão do Colegiado, deliberada no âmbito do Processo CVM RJ-2011-14594, que tratou do registro de funcionamento do Arena Fundo de Investimento Imobiliário ("Arena FII"), na reunião realizada em 27.03.2012, tendo como participantes a presidente Maria Helena dos Santos Fernandes de Santana e os diretores Otavio Yazbek e Luciana Pires Dias. (doc. 0346772)

57. A decisão acima foi consubstanciada no Memo/SIN/GIE/Nº 059/2012, de 22.03.2012 ("Memo/SIN nº 59"), elaborado pela Superintendência de Investidores Institucionais ("SIN") que relatou o pedido de dispensa do cumprimento do artigo 9º da Instrução CVM 476 formulado pela BRL Trust DTVM S.A., na qualidade de instituição administradora do Arena FII ("Administrador do Arena FII"). O citado artigo estabelece que não poderá ser realizada outra oferta pública da mesma espécie de valores mobiliários do mesmo emissor dentro do prazo de 4 meses contados da data do encerramento da oferta, a menos que a nova oferta seja submetida a registro na CVM. (doc. 0346781)

58. O Memo/SIN nº 59 transcreveu a manifestação do Administrador do Arena FII, que fundamentou seu pedido de dispensa em função de os cotistas objeto da nova oferta com esforços restritos serem os mesmos que subscreveram as cotas da primeira emissão sem a entrada de quaisquer novos investidores, dentre outros motivos apresentados.

59. No referido Memorando a área técnica daquela Superintendência manifestou

entendimento de que *"existem dispositivos na Instrução CVM nº 400/03 que sinalizam a possibilidade de uma distribuição de cotas exclusivamente destinada aos cotistas do fundo não ser considerada uma oferta pública"*, fazendo referência ao artigo 3º da citada Instrução, que foi transcrito no documento.

Art. 3º São atos de distribuição pública a venda, promessa de venda, oferta à venda ou subscrição, assim como a aceitação de pedido de venda ou subscrição de valores mobiliários, de que conste qualquer um dos seguintes elementos:

I - a utilização de listas ou boletins de venda ou subscrição, folhetos, prospectos ou anúncios,

destinados ao público, por qualquer meio ou forma;

II - a procura, no todo ou em parte, de subscritores ou adquirentes indeterminados para os valores mobiliários, mesmo que realizada através de comunicações padronizadas endereçadas a destinatários individualmente identificados, por meio de empregados, representantes, agentes ou quaisquer pessoas naturais ou jurídicas, integrantes ou não do sistema de distribuição de valores mobiliários, ou, ainda, se em desconformidade com o previsto nesta Instrução, a consulta sobre a viabilidade da oferta ou a coleta de intenções de investimento junto a subscritores ou adquirentes indeterminados;

III - a negociação feita em loja, escritório ou estabelecimento aberto ao público destinada, no todo ou em parte, a subscritores ou adquirentes indeterminados; ou

IV - a utilização de publicidade, oral ou escrita, cartas, anúncios, avisos, especialmente através de meios de comunicação de massa ou eletrônicos (páginas ou documentos na rede mundial ou outras redes abertas de computadores e correio eletrônico), entendendo-se como tal qualquer forma de comunicação dirigida ao público em geral com o fim de promover, diretamente ou através de terceiros que atuem por conta do ofertante ou da emissora, a subscrição ou alienação de valores mobiliários.

§1º Para efeito desta Instrução, considera-se como público em geral uma classe, categoria ou grupo de pessoas, ainda que individualizadas nesta qualidade, ressalvados aqueles que tenham prévia relação comercial, creditícia, societária ou trabalhista, estreita e habitual, com a emissora.

60. Seguiu argumentando que em *"decorrência da interpretação dos dispositivos supra, parece-nos que uma distribuição de cotas de um fundo fechado que seja exclusivamente destinada aos cotistas do fundo não caracteriza a existência de uma oferta pública, pelo que resta afastada a incidência das Instruções CVM 400 e 476 ao caso concreto. Caso tal entendimento possa prosperar, estaríamos diante de uma hipótese de inaplicabilidade do artigo 9º da Instrução CVM 476 à distribuição da 2ª emissão de cotas do Arena FII, não cabendo, portanto, sequer apreciarmos a dispensa do requisito normativo"*.

61. Justificou ainda tal inaplicabilidade, expressando que *"cabe lembrar que, salvo melhor juízo, uma oferta pública de distribuição de ações que seja destinada exclusivamente aos acionistas da companhia emissora, com cancelamento do saldo porventura não colocado – sem possibilidade, portanto, de colocação de sobras junto a não acionistas –, não requereria a obtenção do registro de distribuição nesta CVM"*.

62. O Colegiado, levando em conta que as cotas do Fundo não seriam admitidas à negociação, assim como o pequeno número de cotistas (03), e, ainda, acompanhando a manifestação da área técnica da SIN, consubstanciada no Memo/SIN nº 59, deliberou que o artigo 9º da Instrução CVM 476 era inaplicável ao caso concreto.

63. No Relatório de Audiência Pública SDM Nº 05/2015, que resultou na edição da Instrução CVM 578, consta o pleito da ABVCAP - Associação Brasileira de Private Equity & Ventures Capital ("ABVCAP") de inclusão de permissão expressa para a colocação privada de cotas nas hipóteses em que o FIP busque recursos exclusivamente junto aos seus investidores. Para tal solicitação, o participante do mercado utilizou o precedente da decisão do Colegiado deliberada no âmbito da 2ª emissão de cotas do Arena FII.

64. O pedido da ABVCAP foi acatado pela CVM, resultando na inserção do artigo 22, § 1º da Instrução CVM 578, que dispõe:

Art. 22. A oferta pública de distribuição de cotas de FIP depende de prévio registro na CVM, salvo nos casos de dispensa de registro previstos em regulamentação específica, e deve ser realizada por instituições intermediárias integrantes do sistema de distribuição de valores mobiliários, ou administradores fiduciários ou gestores de recursos atuando na distribuição de seus fundos, em conformidade com o disposto na regulamentação específica, respeitadas, ainda, as disposições desta Seção.

§ 1º Para fins desta Instrução, não se qualifica como oferta pública a emissão de cotas destinada aos cotistas do fundo, desde que:

I – as cotas não sejam admitidas à negociação em mercados organizados; e

II – as cotas não colocadas junto aos cotistas sejam automaticamente canceladas.

Da revisão da Decisão do Colegiado de 21.02.2006:

65. Diante dos fatos narrados ao longo deste Memorando, já é possível fazer uma referência à oferta pública de cotas do CZ FIP, descrita no início deste Memorando (parágrafos 8 ao 17) e esclarecer o impacto da alteração do público-alvo objeto das ofertas automaticamente dispensadas de registro pela Instrução CVM 476, que passou de investidor qualificado para investidor profissional. Tal alteração fez com que diversas ofertas que eram abrangidas pela Instrução de Esforços Restritos não se enquadrem mais nesse requisito, retornando sua análise para a área técnica da SRE.

66. Assim sendo, apesar de entendermos que o tema já tenha sido debatido pelo Colegiado desta Autarquia, manifestamos nosso interesse de que a Decisão do Colegiado de 21.02.2006 seja revista e reavaliada, uma vez que o entendimento do Colegiado sobre o tema evoluiu, concluindo pela possibilidade de um fundo imobiliário (fundo fechado) realizar uma colocação de cotas junto a seus cotistas sem ser considerada uma oferta pública e tal entendimento ter sido ampliado para a instrução relativa aos fundos de investimento em participações.

67. Cabe salientar que houve outras importantes alterações nas normas que abrangem o tema ao longo desses anos. Como mencionado no parágrafo 26, a Deliberação CVM 20 foi revogada pela Instrução CVM 461 e o procedimento descrito nos itens 40.13 e 40.14, expresso no voto do relator na reunião do Colegiado de 21.02.2006, com relação à exigência regulamentar para que a autorização de funcionamento dos fundos de investimento fosse acompanhada da comprovação da celebração de contrato de distribuição pública das cotas, constante da Instrução CVM 472 (artigo 4º, inciso I) foi revogado pela Instrução CVM nº 571, de 25 de novembro de 2015 ("Instrução CVM 571"), passando a exigir somente que o administrador informe à CVM a data da primeira integralização de cotas do fundo no prazo de 10 dias após a respectiva ocorrência.

Conclusão:

68. Ante todo o exposto, ressaltamos a necessidade de um posicionamento atual do Colegiado desta Autarquia acerca do tema, considerando o desenvolvimento do mercado ao longo desses 11 anos e a evolução da matéria na CVM, conforme explicitado na norma de FIP recentemente editada, reconhecendo a possibilidade de colocação privada de cotas de fundo fechado, a despeito de tal veículo de captação ser regulado pela CVM, para que, caso entenda ser possível, haja a expansão de tal visão para os demais fundos fechados.

69. Preliminarmente, a GER-2 tem entendimento semelhante ao exposto pela SIN, no Memorando nº 59 e transcrito no parágrafo 61 deste memorando e sugere que seja afastada a incidência da Instrução CVM nº 400 e da Instrução CVM 476 nas ofertas de fundos fechados em que não estejam presentes as características descritas no artigo 3º da Instrução CVM 400, ainda que seja a primeira emissão de cotas do fundo, não devendo ser

encarada como uma oferta pública de valor mobiliário.

70. Por fim, caso o Colegiado entenda que continua sendo válida a orientação dada na Decisão do Colegiado de 21.02.2006, solicitamos que sejam dadas as orientações necessárias sobre o tema para que a SRE possa tratar adequadamente as ofertas de emissão de cotas que não são mais alcançadas pela Instrução CVM 476 e possa também informar corretamente os participantes do mercado que buscam auxílio seja por telefone ou por consulta formal dirigida à Superintendência.

71. Sugerimos também que, anteriormente à submissão ao Colegiado, o Processo seja encaminhado à SIN para que, se entender pertinente, opine sobre o tema, no que tange ao registro de funcionamento dos fundos fechados, atribuição de sua competência, bem como a manifestação aqui parcialmente transcrita encontrada no Memorando SIN nº 59.

Após a manifestação da SIN, sugerimos o envio do presente Processo ao Superintendente Geral, para que seja posteriormente submetido à superior consideração do Colegiado desta Autarquia, requerendo sorteio de relator.

Atenciosamente,

CARLA VERONICA OLIVEIRA CHAFFIM
Analista da GER-2

De acordo, à SRE.
LUIS MIGUEL R. SONO
Gerente de Registros - 2



Documento assinado eletronicamente por **Carla Verônica Oliveira Chaffim, Analista**, em 23/08/2017, às 17:27, com fundamento no art. 6º, § 1º, do Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015.



Documento assinado eletronicamente por **Luis Miguel Jacinto Mateus Rodrigues Sono, Gerente**, em 23/08/2017, às 17:29, com fundamento no art. 6º, § 1º, do Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015.



A autenticidade do documento pode ser conferida no site https://sei.cvm.gov.br/conferir_autenticidade, informando o código verificador **0346838** e o código CRC **26CB2B9C**.

*This document's authenticity can be verified by accessing https://sei.cvm.gov.br/conferir_autenticidade, and typing the "Código Verificador" **0346838** and the "Código CRC" **26CB2B9C**.*



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

DESPACHO - SRE

1. Estou de acordo com o teor e a conclusão do Memorando nº 37/2017-CVM/SRE/GER-2 (“Memorando” - doc nº 0346838). Entretanto, gostaria de tecer considerações adicionais.
2. O Memorando aborda questões relativas à distribuição de cotas de fundos fechados, analisando os impactos decorrentes da evolução da regulamentação da CVM - notadamente, de alterações efetuadas na Instrução CVM nº 476/09 (“ICVM 476”) e em outras Instruções - no entendimento que (ainda) prevalece na Autarquia sobre o tema.
3. Todavia, creio ser oportuno também trazer à discussão outras questões importantes e que apresentam forte conexão com o assunto ora abordado: as perplexidades observadas em ofertas de distribuição com esforços restritos não se restringem às ofertas de cotas de fundos fechados, mas também se aplicam a ofertas de outros valores mobiliários.
4. Como bem descrito no Memorando, devido ao entendimento histórico sobre o tema, as cotas de fundos devem ser distribuídas publicamente. Com isso, emissões de cotas de fundos dirigidas a pessoas pré-determinadas e cuja colocação não apresentava nenhuma característica de oferta pública foram tratadas pela CVM como se fossem ofertas públicas, exigindo um processo de registro ou dispensa de registro da oferta e, posteriormente, sendo conduzidas sob o regime previsto na ICVM 476, que trata das ofertas de distribuição com esforços restritos.
5. Talvez em função desse entendimento, combinado com a necessidade (legal, regulatória ou mesmo autoimposta) ou desejo de determinados tipos de investidores de adquirirem valores mobiliários somente originários de distribuição pública, se tem notícia de que ofertas como as descritas no parágrafo anterior, sem nenhuma característica de oferta pública, estariam sendo conduzidas sob a égide da ICVM 476 para distribuir outros valores mobiliários que não cotas de fundos.
6. É importante ressaltar que a efetiva realização de esforços restritos de colocação, conforme disciplina a ICVM 476, não descaracteriza a natureza “pública” da distribuição. Ainda que efetuada com esforços restritos, devem estar presentes os atos e características de uma distribuição pública, descritos no art. 19 da L. 6385/76 e no art. 3º da Instrução CVM nº 400/03 (“ICVM 400”), naquilo que não contraria ao disposto na ICVM 476 (por exemplo, o parágrafo único de seu artigo 2º).
7. Por outro lado, simplesmente afirmar que determinada oferta é pública não tem o condão de efetivamente torná-la pública; é preciso que seu procedimento possua as características de uma distribuição pública. Caso contrário, a oferta será privada, pois uma simples nomenclatura não altera a realidade dos fatos.
8. Nesse sentido, a redação da ICVM 476 é clara, quando, em seu artigo 1º, §2º, menciona expressamente que a mesma “*não se aplica às ofertas privadas de valores mobiliários*”.
9. Adicionalmente, s.m.j., a simples presença de um intermediário participante do sistema de distribuição não transformaria determinada transação em

uma oferta pública de distribuição, ainda que envolva a emissão de valores mobiliários. Ou seja, pode-se imaginar uma operação, estruturada por um agente que seja participante do sistema de distribuição, que envolva um emissor e um investidor pré-determinado. Tal operação pode ter sido idealizada pelo próprio investidor, que buscou o intermediário para estruturar a transação juntamente ao emissor. Não estando presentes as características de uma oferta pública, esta última não se configura, ainda que presente um intermediário (dependendo da estrutura da transação, tenho dúvidas se a mesma poderia ser denominada de oferta privada, pois poderiam faltar inclusive os elementos que caracterizam uma “oferta”, ainda que privada).

10. Em ocasião anterior, verificamos que o mesmo problema já ocorreu também em relação à oferta pública de distribuição de lote único e indivisível de valores mobiliários, dispensada automaticamente de registro nos termos do art. 5º, II, da ICVM 400. Esta dispensa, por óbvio, também não se aplica a ofertas privadas.
11. Nossa preocupação em relação a esse tema reside no fato de que as ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários estão sob a esfera de atuação da CVM; já o mesmo não se aplica às ofertas privadas.
12. Desse modo, não se pode simplesmente chamar uma oferta privada de pública e, como em um passe de mágica, modificar a realidade e trazê-la à competência da CVM, criando (propositadamente ou não) uma ilusão de que aquela oferta encontra-se sob o “manto de proteção” advindo da supervisão e fiscalização por esta Autarquia.
13. Reforça essa preocupação a evolução da regulamentação da CVM, com a criação e o incremento das ofertas de distribuição com esforços restritos, que são dispensadas automaticamente de registro de oferta (e, através das quais, podem ser distribuídos inclusive valores mobiliários emitidos por companhias fechadas). Desta forma, não há análise prévia da CVM sobre tais ofertas, sendo que estas só serão supervisionadas eventualmente na ocorrência de reclamação de investidor ou no âmbito do plano de Supervisão Baseada em Risco.
14. Além disso, diante de nossa escassez de recursos (em especial, humanos), não faz sentido, a meu ver, despender esforços supervisionando operações que não estão sob nossa esfera de atuação.
15. Diante do exposto, em complemento à consulta feita através do Memorando, adiciono à discussão a questão tratada no presente Despacho, notadamente em relação ao tratamento a ser dado às transações ou ofertas privadas que, indevidamente, vêm sendo nominadas como públicas, seja no escopo da ICVM 476 ou da oferta pública de lote único e indivisível (art. 5º, II, ICVM 400).
16. Por fim, de acordo com a sugestão contida no Memorando, **encaminho o presente processo à SIN** para que, caso julgue cabível, apresente manifestação sobre os temas aqui tratados, **com o posterior retorno à SRE**, para que então a consulta seja encaminhada ao Colegiado da CVM.



Documento assinado eletronicamente por **Dov Rawet, Superintendente de Registro**, em 23/08/2017, às 17:54, com fundamento no art. 6º, § 1º, do Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015.

A autenticidade do documento pode ser conferida no site



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

DESPACHO - SIN

À SRE, em atenção à ciência dada a esta área da manifestação exarada por meio do Memorando nº 37/2017-CVM/SRE/GER-2 (Doc. 346.838), expomos nossa interpretação, em linhas gerais, em concordância com o quanto exposto no memorando.

Nesse sentido, ressalvamos tão apenas a atuação de investidores institucionais que, a despeito de atuarem como um único investidor sob uma perspectiva mais formalista (e assim induzir, a depender das circunstâncias, estarem participando de uma oferta privada), podem na verdade estar atuando como representantes de uma massa de diferentes investidores, que nele depositam sua confiança baseados numa relação fiduciária qualquer, e sobre os quais pode ser desenhada uma abordagem regulatória que seria distorcida por uma eventual interpretação por um eventual caráter privado a ser atribuído à distribuição.

Faço referência, nesse contexto, ao exemplo dos Regimes Próprios de Previdência Social instituídos por Estados e Municípios ("RPPS"). Para eles, baseados na constatação de que se tratam de investidores com razoável montante de recursos a investir, mas sem a correspondente expertise para tanto, a Subsecretaria de Regimes Próprios de Previdência ("SPREV") disciplinou, com fundamento na previsão contida no artigo 9-C da Instrução CVM 539/13, requisitos específicos para a consideração, como profissional ou qualificado, dos RPPS sob sua jurisdição. Atualmente, dos cerca de 2000 RPPS em atividade, 1600 são considerados como "investidores de varejo", 400 como "investidores qualificados" e nenhum como investidor profissional.

Nesse contexto, não nos parece adequado considerar, sob qualquer aspecto, uma distribuição destinada a RPPS como se privada fosse, ainda que contasse com apenas um RPPS como subscritor, dadas suas características próprias e a forma como o seu regulador setorial os trata.

Outro exemplo que poderia ser cogitado é o dos próprios fundos de investimento. Como sabido, a indústria brasileira é fortemente marcada pela existência de uma estrutura de dupla camada representada por fundos investidores e fundos investidos. Exemplos muito comuns dessa dinâmica no país são os fundos master-feeder ou os fundos multigestores.

Assim, a se considerar uma oferta como privada porque destinada a apenas um fundo de investimento, ainda que se possa considerar tal gestor como profissional para os efeitos da norma, dada a notória facilidade com que se pode constituir um fundo de investimento, poderia tal interpretação incentivar a estruturação de "fundos veículo", ou seja, registrados com o propósito exclusivo de acessar investidores via distribuição pública de suas cotas, com o subsequente investimento, via distribuição privada, em cotas de outros fundos.

Entretanto, entendemos que, para essa situação específica, o regime informacional já existente para os fundos (em especial no caso dos regulados pela Instrução CVM 555-14, com a divulgação mensal da carteira) já substitui com eficácia o benefício informacional, ao regulador e ao mercado, que uma oferta operada pela Instrução CVM 476-09 poderia oferecer, e assim, entendemos que uma inicial preocupação com tal dinâmica não se confirma.

Assim também é a avaliação da SIN em relação ao outro benefício potencial relevante de uma imposição pela distribuição nos moldes da Instrução CVM 476-09, qual seja, a presença

obrigatória de um intermediário. No caso específico dos fundos, não nos parece tão relevante quanto em outros casos a participação desse agente na distribuição das cotas, dada a existência de um rol de outros agentes também regulados (administradores, gestores e custodiantes dos fundos envolvidos) que podem ser acessados em caso de irregularidades detectadas.



Documento assinado eletronicamente por **Daniel Walter Maeda Bernardo, Superintendente**, em 26/09/2017, às 07:12, com fundamento no art. 6º, § 1º, do Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015.



A autenticidade do documento pode ser conferida no site https://sei.cvm.gov.br/conferir_autenticidade, informando o código verificador **0365593** e o código CRC **B19C0605**.

*This document's authenticity can be verified by accessing https://sei.cvm.gov.br/conferir_autenticidade, and typing the "Código Verificador" **0365593** and the "Código CRC" **B19C0605**.*
