

SESSÃO DE JULGAMENTO
DO PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR
CVM Nº RJ2003/12656

Acusados: Antônio Joel Rosa

Concórdia S.A. CVMCC

Ementa: **Não publicação dos anúncios de início e de encerramento de distribuição previstos no art. 8º, § 1º, incisos III e IV, da Instrução CVM nº 356/01, sem a necessária solicitação de dispensa à CVM. Advertência.**

Decisão: Vistos, relatados e discutidos os autos, o Colegiado da Comissão de Valores Mobiliários, com base na prova dos autos e no disposto no art. 11, II, da Lei nº 6.385/76, por unanimidade de votos decidiu impor aos acusados Antônio Joel Rosa e Concórdia S.A. CVMCC a pena de **advertência** pela não publicação dos anúncios previstos no art. 8º, § 1º, incisos III e IV, da Instrução CVM nº 356/01.

Os acusados punidos terão um prazo de 30 dias, a contar do recebimento de comunicação da CVM, para interpor recurso, com efeito suspensivo, ao Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional, nos termos do parágrafo único do artigo 14 da Resolução CMN nº 454/77.

O advogado presente, dr. Cristiano da Cruz Leite, representante legal dos acusados Concórdia S.A. CVMCC e Antônio Joel Rosa, não proferiu defesa oral.

Presente a procuradora-federal Luciana de Pontes Saraiva, representante da Procuradoria Federal Especializada da CVM.

Participaram do julgamento os diretores Maria Helena de Santana, relatora, Wladimir Castelo Branco Castro e o presidente da CVM, Marcelo Fernandez Trindade, que presidiu a sessão.

Rio de Janeiro, 14 de dezembro de 2006.

Maria Helena de Santana

Diretora Relatora

Marcelo Fernandez Trindade

Presidente da Sessão de Julgamento

Relatório

1. Trata-se de Termo de Acusação (fls. 01/05), apresentado pela Superintendência de Relações com Investidores Institucionais ("SIN"), em face dos Indiciados Concórdia S.A CVMCC ("Concórdia") e seu Diretor-Responsável Antônio Joel Rosa ("Diretor-Responsável"), em relação ao Fundo de Investimento Concórdia Fundo de Investimentos em Direitos Creditórios ("Fundo").

Dos Fatos

2. Em 16.05.03, a Concórdia encaminhou à CVM comunicação da constituição do Fundo, nos termos dos arts. 7º e 8º da Instrução 356/01, apresentando, em anexo, o regulamento, o prospecto, o comprovante do cadastro eletrônico realizado junto à Receita Federal (fls. 24), e declarações do Diretor-Responsável e da própria Concórdia atendendo ao disposto na Instrução 356/01, seguindo o modelo estabelecido no anexo I da referida Instrução (fls. 08/28).
3. A Concórdia informou que: (i) o Fundo seria fechado e seriam distribuídas 15.000 cotas que perfariam um patrimônio de R\$ 150.000.000,00; (ii) não haveria limite mínimo de colocação para encerramento da distribuição; (iii) o prazo para distribuição seria de 30 dias, realizada de maneira privada; (iv) não seriam contratados terceiros para a distribuição das cotas; (v) a KPMG Auditores seria o auditor independente do Fundo, cujos ativos seriam custodiados pelo Banco Itaú S.A, que seria responsável também pelos serviços de controladoria e escrituração das cotas do Fundo; e (vi) a empresa de *rating* contratada seria a Fitch Atlantic

Ratings ("Fitch").

4. Nos termos do regulamento apresentado (fls. 08/15), o Fundo foi constituído, com o objetivo de proporcionar a valorização das cotas através da aquisição de diretos creditórios de curto prazo, nos quais a Sadia S.A e empresas ligadas ou coligadas ("Empresas Sadia") seriam as cedentes.
5. O prospecto (fls. 16/23) destinou o Fundo apenas aos investidores qualificados e estipulou o prazo de duração de 1.047 dias, prorrogáveis, contados a partir da data de início das atividades do Fundo.
6. No dia 23.05.03, a Concórdia comunicou à CVM que resolveu encerrar a distribuição de cotas do Fundo, em assembléia geral ordinária ("AGO") realizada na mesma data, por se tratar de uma colocação privada de cotas, conforme esclarecido no protocolo de constituição, e a totalidade das subscrições e integralizações terem ocorrido também naquela data.
7. Também foi apresentada a lista de presença de cotistas na referida AGO de cotistas do Fundo (fls. 30), composta por: (i) Banco Radobank Internacional Brasil S.A ("Radobank"); (ii) Fundo Concórdia Multi de Investimento Financeiro ("FIF Multi"); e (iii) Fundo Concórdia Máster de Investimento Financeiro ("FIF Máster" e, em conjunto com o FIF Multi, "FIFs").
8. Em 05/06/03, a SIN enviou à Concórdia OFICIO/CVM/SIM/GIC/682/03 (fls. 31) informando que a legislação da CVM em vigor não prevê a possibilidade de colocação privada de cotas e que somente a CVM poderia dispensar a publicação de anúncios de distribuição; informou também que o *rating* deveria ser obtido para os Fundos de Investimento em Direitos Creditórios ("FIDCs") ou seus ativos, e não para suas cotas. Foi, ainda, solicitado da Concórdia as seguintes informações: (i) relação de cotistas do FIF Multi e do FIF Máster, bem como cópia de seus regulamentos; e (ii) relação das quantidades e tipos de cotas adquiridas pelos investidores do Fundo e cópia dos boletins de subscrição.
9. Em resposta ao OFICIO/CVM/SIM/GIC/682/03, a Concórdia, em 24.06.03, prestou os seguintes esclarecimentos (fls. 32/33):
 - i. o Fundo foi constituído em 23.04.03, através de uma operação que envolveu, direta e indiretamente, exclusivamente investidores qualificados, nos termos da legislação da CVM;
 - ii. desde o início, a estrutura dos participantes já estava definida, e não foi almejada em nenhum momento a oferta pública de cotas do Fundo;
 - iii. a interpretação, quando da integralização das cotas, foi a de que seria desnecessário o preenchimento do requisito de publicação dos anúncios comuns às operações de oferta pública de valores mobiliários, tendo em vista que se tratava de uma operação privada;
 - iv. com o recebimento do OFICIO/CVM/SIM/GIC/682/03, concluiu-se que a CVM teria o entendimento de que, para a modalidade do fundo em questão, não caberia a diferenciação entre oferta pública e privada de cotas, comum em outros fundos de investimento fechados;
 - v. a dispensa da publicação dos anúncios de distribuição não representou nenhum prejuízo aos investidores participantes, os quais tomaram ciência de todas as informações do procedimento.
10. A Concórdia apresentou os boletins de subscrição das cotas, que apontaram como cotistas:
 - i. Rabobank, titular de 12.000 cotas seniores (fls. 36);
 - ii. FIF Máster, titular de 2.000 cotas subordinadas, e que tem como cotista exclusivo a Fundação Atílio Francisco Xavier Fontana ("Fundação") (fls. 38 e 50/56); e
 - iii. FIF Multi, titular de 1.000 cotas subordinadas (fls. 37), e que tem como cotista único o Fundo Concórdia Maxi de aplicação em Quotas de Fundos de Investimento ("FAC Maxi"), sendo que a Sadia S.A é cotista único do FAC Maxi (fls. 44/49).
11. Por fim, requereu a ratificação, pós-fato, da dispensa dos anúncios de distribuição.
12. Em anexo, foi apresentada uma carta da Fitch informando que decidiu conceder o *rating* exclusivamente às cotas seniores porque as *cotas subordinadas posicionam o cotista subordinado a um grau de risco de crédito diferente e inferior àquele atribuído na classificação. E que, assim como outras agências classificadoras de risco em funcionamento no país, tem identificado como objeto da classificação as cotas seniores por entender*

que estas serão destinadas à colocação pública (fls. 35).

Das Acusações

13. Analisados os fatos, a SIN apresentou Termo de Acusação (de 06.11.03) que entendeu por imputar à Concórdia e a seu Diretor-Responsável as responsabilidades descritas a seguir, e nestes exatos termos: (fls 1/5).
- i. Os regulamentos dos fundos FIF Multi e FIF Máster (FIFs) que adquiriram cotas subordinadas não estabeleciam que se destinavam exclusivamente a investidores qualificados. Portanto, os FIFs não são investidores qualificados, por não atenderem o disposto nos arts. 99 e 101 da Instrução 302/99, tendo sido descumprido o art. 3º, II da Instrução 356/01;
 - ii. não foram publicados os anúncios de início e de encerramento de distribuição, previstos no art. 8º, § 1º, incisos III e IV da Instrução 356/01, não tendo a CVM dispensado a publicação desses anúncios;
 - iii. o FIF Máster não poderia ter adquirido cotas do Fundo, pois seu próprio regulamento (art. 3, § 1º) exigia que os ativos do fundo tivessem baixo risco de crédito, enquanto que as cotas subordinadas que ele adquiriu não tinham classificação de risco – só foram classificadas as cotas seniores - e, por isso, foi descumprido o art. 14, III, "a" da Instrução 306/99;
 - iv. a Concórdia distribuiu cotas do Fundo de forma privada, descumprindo o disposto na Deliberação 20/85;
 - v. foi descumprido o disposto no art. 3º, III da Instrução 356/01, *o que permitiu a aquisição de cotas subordinadas sem classificação de risco por um fundo de pensão (via FIF)*, tendo em vista que a distribuição foi realizada antes da edição da Instrução 393/03;
 - vi. as operações privadas estão fora do âmbito do mercado financeiro e, portanto, os FIFs que adquiriram cotas do Fundo descumpriram o disposto no art. 10, III da Circular 2616/95 do BACEN.

Da Defesa

14. Quanto às acusações imputadas aos indiciados, a defesa apresentou, em 20.01.04, os seguintes argumentos:

Não descumprimento do art. 3º, II da Instrução 356/01

15. Os cotistas do Fundo seriam direta ou indiretamente, exclusivamente investidores qualificados, pois os investidores finais seriam qualificados e apenas utilizaram o FIF Multi e o FIF Máster como veículos de investimento.
16. A Fundação (cotista único do FIF Máster) seria entidade fechada de previdência privada e, portanto, investidor qualificado nos termos do art. 99, III da Instrução 302/99. No caso da Fundação, ademais, a Resolução CMN 2829/01, previa que se equiparam às aplicações realizadas diretamente pela entidade fechada de previdência privada aquelas efetuadas por meio de fundos de investimento. O FAC Maxi (cotista único do FIF Multi) receberia aplicações exclusivamente da Sadia S.A, pessoa jurídica não financeira, mas cujo patrimônio líquido é substancialmente superior a R\$ 5.000.000,00, sendo também investidor qualificado, nos termos do art. 99, IV da Instrução 302/99, com a sua redação em vigor.
17. Em razão da existência de decisão da CVM (Processo RJ2002/3792, de 08.04.03), que reconheceu insuficiência do conceito de investidor qualificado então adotado pela CVM, e em razão de serem qualificados os investidores finais do Fundo, os FIFs deveriam ser considerados investidores qualificados. A defesa citou, inclusive, trecho da decisão referida, que afirmava: *"parece-me que se deveria autorizar a Recorrente a receber aplicações de FIFs que tenham como cotistas exclusivamente investidores qualificados, sendo certo que a CVM deveria em breve vir a caracterizá-los como investidores qualificados nas suas normas"*. Por isso, a violação ao art. 3º, II da Instrução 356/01, não mereceria prosperar.
18. Por fim, menciona que os regulamentos dos FIFs foram, a partir da edição da Instrução 409/04, adaptados às suas disposições, que determinam, nos termos do art. 116, § 1º, que só podem ser cotistas de fundos exclusivos os investidores qualificados.

Não descumprimento do art. 8. § 1º, III e IV da Instrução 356/01

19. A subscrição privada das cotas do Fundo foi considerada suficiente e plausível, uma vez que as cotas do Fundo não seriam objeto de oferta pública, por se tratar de estruturação de operação entre parceiros

previamente determinados e completamente cientes de todos os detalhes e riscos a ela inerentes.

20. Tomando por base o que caracteriza uma oferta como pública, conforme o art. 3º da Instrução CVM 400/03, além do conceito de 'público', definido no mesmo artigo poder-se-ia concluir que *"para se considerar que uma oferta de valores mobiliários seja pública, necessita-se que seja praticado ao menos um dos atos de distribuição pública. Na subscrição de cotas do Concórdia FIDC, nenhum destes atos foi constatado e, em razão deste fato, considerou-se dispensável a publicação dos anúncios"*.
21. A Concórdia encaminhou em 24.06.03, à SIN, uma solicitação de ratificação pós-fato de dispensa dos anúncios de distribuição, com base na faculdade do art. 22 da Instrução 356/01 e, diante da ausência de qualquer manifestação por parte da SIN, a Concórdia considerou que a dispensa dos anúncios de distribuição havia sido tacitamente concedida, pois na medida em que a CVM não manifestou a sua contrariedade em tempo hábil, teria cancelado a dispensa dos anúncios de início e de encerramento de distribuição pública de cotas.
22. Ainda que fosse considerado que a Concórdia descumpriu o art. 8, § 1º, III e IV da Instrução 356/01, estar-se-ia diante de um erro de proibição ou o *"erro que incide sobre a ilicitude do fato. O sujeito, diante do erro, supõe lícito o fato por ele cometido. Ele supõe inexistir a regra de proibição"*. Portanto, a Concórdia não possuía o juízo necessário de que estaria praticando uma conduta eventualmente coibida por norma regulamentar.
23. Não obstante, a não publicação dos anúncios não teria gerado prejuízo algum para qualquer dos envolvidos no Fundo nem para o mercado como um todo.

Não descumprimento do art. 14, III, "a" da Instrução 306/99

24. Quanto à imputação em virtude de disposição contida no § 1º do art. 3º do regulamento do FIF Máster, de que os ativos componentes de carteira do fundo deveriam possuir classificação de baixo risco de crédito, não teria sido considerada pela SIN alteração no regulamento do fundo relativa à política de investimento, aprovada em assembléia geral dos cotistas, no dia 27.12.02, e registrada no 4º Registro de Títulos e Documentos de São Paulo, sob o nº 4203222, em 08.01.03, que acrescentou o seguinte (fls. 50/51): *"Artigo 3º (...), § 1º - Para atingir o seu objetivo o FUNDO deverá atender às seguintes condições: I – investir, no mínimo, 80% (oitenta por cento) do patrimônio líquido do FUNDO, isolado ou cumulativamente em: a) títulos de emissão do Tesouro Nacional e/ou do Banco Central do Brasil; b) títulos e valores mobiliários de renda fixa cujo emissor esteja classificado na categoria baixo risco de crédito ou equivalente, com certificação por agência de classificação de risco localizada no país"*.
25. Por conta dessa disposição, 20% do patrimônio do fundo poderia ser investido em quaisquer ativos e/ou modalidades operacionais disponíveis no âmbito do mercado financeiro, categoria esta em que se enquadrariam as cotas subordinadas do Fundo e, portanto, não haveria violação ao art. 14, III, "a" da Instrução 306/99.

Não descumprimento da Deliberação 20/85

26. A proibição da participação das sociedades integrantes do sistema de distribuição em negociações privadas de valores mobiliários, pela Deliberação 20/85, deveria ser aplicada levando em consideração o contexto em que foi publicada, quando não havia previsão para que as cotas de fundos de investimento fossem consideradas valores mobiliários e os fundos de investimento em direitos creditórios sequer existiam.
27. Além disso, a análise dos "considerandos" da Deliberação permitiria concluir: (i) pela restrição de sua abrangência à categoria dos valores mobiliários emitidos por companhia aberta, e as cotas de fundo de investimento em direitos creditórios não se configurariam dessa forma; e (ii) que a participação da Concórdia no caso sob exame não poderia ser caracterizada como de intermediária integrante do sistema de distribuição, pois não importou atos de compra ou de venda das cotas, tratando-se da implementação de atos meramente diretivos (administração do Fundo e suas conseqüentes atribuições, compreendendo atos exclusivos de manutenção e funcionamento ordenado das obrigações que o fundo tem para com os cotistas e órgãos reguladores); no caso, na subscrição primária privada de cotas, a participação da Concórdia teria se resumido ao preenchimento do registro da titularidade das cotas, que não se constituiria em momento algum em venda ou compra de valores mobiliários. Não teria havido, portanto, descumprimento à Deliberação 20/85.

Não descumprimento do art. 3º, III da Instrução 356/01

28. A nova redação do art. 3º, III da Instrução 356/01¹ estabelece que *"cada classe ou série de cotas de sua emissão*

*destinada à colocação pública deve ser classificada por agência classificadora de risco em funcionamento no país". Esta alteração da norma demonstra que o espírito e o objetivo da regulamentação vigente à época eram que a classificação de risco de FIDCs deveria ser efetuada exclusivamente quando houvesse colocação pública de cotas, com o objetivo de fornecer a uma *massa indeterminada de investidores* informações técnicas sobre o risco do investimento. E, portanto, qualquer sanção fundada no referido dispositivo só poderia ser aplicada se, no fato concreto, se contemplasse violação ao seu espírito e finalidade, o que não seria o caso.*

29. Também, a eventual ausência de classificação de risco, no que tange às cotas subordinadas, não teria trazido nenhum prejuízo para seus titulares, como comprovado pelo histórico de rentabilidade das cotas do Fundo (fls. 171/173).

30. A defesa acrescentou que a carteira de ativos do Fundo foi previamente auditada pela KPMG Auditores Independentes, que atestou um grau de inadimplência extremamente baixo. Por isso, a ausência isolada do *rating* das cotas subordinadas do fundo não denotaria *risco elevado ou prejuízo para qualquer dos cotistas titulares de cotas subordinadas*, o que não admitiria punição sem a verificação de qualquer prejuízo, pois tal atitude violaria o princípio da proporcionalidade.

Não descumprimento do art. 10, III da Circular BACEN 2.616/95

31. A imputação de infração ao art. 10, III da Circular BACEN 2.616/95 ², em virtude da subscrição privada de cotas do Fundo estar fora do âmbito do mercado financeiro, não seria cabível. Conceitualmente, a oferta privada de valores mobiliários estaria inserida no âmbito do mercado financeiro, uma vez que ela se reveste sob uma das formas possíveis em que estes valores são colocados e distribuídos junto aos investidores.

32. Requer, ao final, a rejeição integral do Termo de Acusação, tendo em vista que não teria sido violado qualquer dispositivo legal ou regulamentar.

Proposta de Termo de Compromisso

33. Em 20.02.06, os Acusados apresentaram Proposta de Termo de Compromisso (fls. 241/249) declarando que se comprometeriam: (i) a dar ciência às áreas comerciais e administrativas sobre os eventuais problemas apontados neste processo, realizando inclusive palestras para seus empregados; (ii) a entregar estudo acadêmico cujo tema seria: "Distribuição privada de cotas de Fundos de Investimento em Direitos Creditórios"; e (iii) a enviar parecer emitido pela auditoria interna, noticiando o cumprimento de todas as obrigações assumidas.

34. Em 24.05.06, a Procuradoria Federal Especializada (PFE) emitiu parecer manifestando o entendimento de que a elaboração de estudos acadêmicos, bem como a realização de palestras, seriam formas de ressarcimento dos danos causados ao mercado e à CVM, e que não haveria óbice para a análise do Comitê de Termo de Compromisso acerca da conveniência e oportunidade do termo proposto.

35. Em 21.06.06, o Comitê de Termo de Compromisso, por sua vez, propôs a rejeição da Proposta apresentada (fls.257/266), por não tê-la considerado oportuna e conveniente, e esse entendimento foi acompanhado pelo Colegiado, na reunião do dia 18.09.06 (fls. 268/269).

É o relatório.

Voto

36. Os fundos de investimento em direitos creditórios são um produto, ainda hoje, novo no mercado e nas normas que o regulam. O Fundo foi um dos primeiros fundos de investimento em direitos creditórios a serem estruturados no Brasil. A CVM, os participantes do mercado e os prestadores de serviços estavam construindo alguns conceitos e procedimentos, muitos dos quais eram trazidos de produtos assemelhados.

37. A própria cronologia da legislação aplicável mostra isso, pois a Instrução CVM 356/01 (norma que criou os FIDCs) foi editada em dezembro de 2001 e sofreu extensa revisão pouco tempo depois da colocação das cotas do Fundo, com a edição da Instrução CVM 393/03, ocasião em que recebeu mais de 50 alterações. Desde então, o Colegiado e a área técnica vêm tentando fixar alguns conceitos aplicáveis aos FIDCs, estando esse trabalho ainda por ser encerrado.

38. Esse é o contexto no qual, em minha opinião, devem ser analisados os fatos e as imputações deste processo.

39. Considero que as acusações podem ser analisadas melhor se as dividirmos em quatro grupos, de acordo com o

tema principal de cada uma delas. Assim farei, referindo-me às acusações correspondentes.

40. Grupo 1. Imputação referida no item 13 (i) do Relatório: os regulamentos dos fundos FIF Multi e FIF Máster (FIFs) que adquiriram cotas subordinadas não estabeleciam que se destinavam exclusivamente a investidores qualificados. Portanto, os FIFs não são investidores qualificados, por não atenderem o disposto nos arts. 99 e 101 da Instrução 302/99, tendo sido descumprido o art. 3º, II da Instrução 356/01.

41. O primeiro tema seria a visão da CVM, à época dos fatos, acerca da definição de investidor qualificado. A Instrução CVM 302/99 assim definia, em seu artigo 99:

"Art. 99. Para efeito do disposto no artigo anterior, são considerados investidores qualificados:

(...)

VI – fundos de investimento em cotas destinados exclusivamente a investidores qualificados; e"

42. E o art. 101 dizia: "O regulamento do fundo destinado exclusivamente aos investidores qualificados deve ser explícito no que se refere à exclusiva participação dos investidores de que trata o art. 99."

43. De fato, o art. 101 determinava que os fundos destinados apenas a qualificados deveriam ter expressa essa condição no seu regulamento, o que não acontecia nos casos dos FIFs. Apesar disso, como demonstrado pelos acusados, os cotistas dos FIFs em questão eram investidores qualificados, de acordo com os parâmetros da regulamentação. Não posso deixar de analisar se, diante dessa irregularidade, a melhor política para o regulador seria a que foi adotada pela SIN.

44. A SIN deveria, na minha opinião, ter dado duas alternativas à Concórdia: alterar imediatamente os regulamentos dos fundos, para que se transformassem em fundos fechados e destinados exclusivamente a investidores qualificados, refletindo o que a Concórdia alegava ser a realidade, ou promover o resgate das cotas adquiridas pelos FIFs. As duas teriam sido mais construtivas do que a escolha feita pela Superintendência, de acusar o administrador do Fundo pelo descumprimento do art. 3º, II da Instrução 356/01.

45. Também não teria se tratado de liberalidade ou de renúncia ao exercício de sua função reguladora, pois o resultado teria sido a correção do problema e o esclarecimento do ente administrado, que na verdade não deixou de colocar as cotas do Fundo apenas para investidores qualificados, na medida em que os investidores finais dos FIFs poderiam ser classificados dessa forma.

46. Reforça esse meu entendimento a existência da decisão do colegiado de 08.04.03, mencionada pela defesa, referente ao Processo RJ 2002/3792³, que não apenas analisou um caso concreto mas emitiu orientação a ser seguida pela CVM durante o período que antecederia a edição da nova regulamentação sobre fundos de investimento, posteriormente baixada por meio da Instrução 409/04, em 18.08.04. Assim, parece-me ser inapropriada a sanção neste caso, especialmente na ausência de prejuízo ou de benefício regulatório pelo não cumprimento da formalidade.

47. Grupo 2. Imputações referidas nos itens 13 (ii), (iv) e (vi) do Relatório: Essas imputações são as seguintes: (i) não foram publicados os anúncios de início e de encerramento de distribuição, previstos no art. 8º, § 1º, incisos III e IV da Instrução 356/01, não tendo a CVM dispensado a publicação desses anúncios, (ii) a Concórdia distribuiu cotas do Fundo de forma privada, descumprindo o disposto na Deliberação 20/85 e (iii) as operações privadas estão fora do âmbito do mercado financeiro e, portanto, os FIFs que adquiriram cotas do Fundo descumpriram o disposto no art. 10, III da Circular 2616/95 do BACEN.

48. Estes itens da acusação são permeados por uma questão de fundo envolvendo a possibilidade ou não de ocorrência de colocação privada de cotas de fundos registrados na CVM. O colegiado adotou em 21.02.06 uma interpretação a esse respeito, baseada no voto do relator, Presidente Marcelo Trindade, no Processo RJ 2005/2345. A decisão afirma que "nem a lei, nem a Instrução 400, vedam a colocação privada (isto é, não pública) de valores mobiliários, nem tampouco exigem, para essa modalidade de venda, registro perante a CVM". Também concluiu, no entanto, que "não parece possível, (...) 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 atribísse 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."

49. Mas para o entendimento completo das acusações que envolvem este tema, cabe ainda considerar outro ponto da mesma decisão do colegiado, desta vez tratando das conseqüências da intervenção de instituição intermediária integrante do sistema de distribuição em colocação privada de cotas de fundos fechados, à luz da Deliberação CVM 20/85.

"Contudo, se mesmo em caso de dispensa de registro houver intervenção de entidade componente do sistema de distribuição, a Deliberação 20 terá aplicação, enquanto vigorar, e a negociação será considerada pública."

50. Assim, em relação às imputações referidas, e considerando os fatos expostos no relatório em relação ao processo de registro e de colocação de suas cotas, entendo que vale o seguinte.

51. Tendo em vista que a Concórdia registrou o Fundo na CVM, ao protocolar documentação conforme estabelecido na Instrução CVM 356/01, e considerando ainda que a Concórdia é integrante do sistema de distribuição e realizou a colocação das cotas do Fundo, não há como considerar que tenha se tratado de colocação privada, mas sim de uma distribuição pública.

52. Analisados os fatos deste modo, entendo que não cabe acusar a Concórdia pelo descumprimento da Deliberação 20/85, assim como não se sustenta a imputação de violação ao art. 10, III da Circular 2616/95 do BACEN, na qualidade de administradora dos FIFs, na medida em que não é possível considerar a operação de distribuição das cotas do Fundo como privada..

53. Tem procedência, no entanto, pelas mesmas razões, a acusação de infração ao art. 8º, § 1º, incisos III e IV da Instrução 356/01, já que a Concórdia deixou de publicar anúncios de início e de encerramento da distribuição pública, sem que tenha solicitado previamente a dispensa dessas providências à CVM.

54. Neste ponto, é necessário tratar do argumento da defesa que alega o erro de proibição. A Concórdia afirma que, se o órgão regulador, no exercício de suas atribuições e de seu poder de polícia, *chancelou, mediante a ausência de manifestação de contrariedade em tempo hábil*, a dispensa dos anúncios de início e de encerramento de distribuição pública de cotas, a Concórdia não possuía o juízo consciente necessário de que estaria praticando uma conduta eventualmente coibida. De fato, em sua manifestação de 24.06.03, a Concórdia requereu da CVM, pós-fato, a dispensa dos anúncios de distribuição e não obteve qualquer resposta. A próxima ação da SIN neste processo foi a apresentação do Termo de Acusação, em 06.11.03. Penso que esta circunstância não seria suficiente para eximi-la do dever de realizar as publicações, pois, nos termos do art. 22 da Instrução 356/01, a dispensa não é tácita e nem automática, e sim concedida pela CVM a seu critério ou então expressamente prevista em lei. Mas considerado o pioneirismo da operação do Fundo e todo o contexto a que me referi nos itens 36 e 37 deste voto, vejo que a ausência de manifestação expressa da SIN deve ser levada em conta na fixação da pena, como atenuante.

55. Cabe, ainda, destacar que, na época da distribuição do Fundo e até muito recentemente, quando foi adotada pela CVM a decisão citada (Processo RJ 2005/2345), havia incerteza entre os agentes do mercado sobre a correta caracterização de distribuição pública e privada e que dispositivos e eventuais isenções poderiam ser aplicados. Embora a interpretação da CVM só tenha sido consolidada em momento posterior ao dos fatos deste processo, penso que é necessário que a presente decisão leve em conta a existência de dúvidas quanto a essa interpretação.

56. Grupo 3. Imputação referida no item 13 (v) do Relatório: foi descumprido o disposto no art. 3º, III da Instrução 356/01, *o que permitiu a aquisição de cotas subordinadas sem classificação de risco por um fundo de pensão (via FIF) (sic)*, tendo em vista que a distribuição foi realizada antes da edição da Instrução 393/03.

57. Neste item, a acusação envolve a determinação da regulamentação no sentido de que os fundos de direitos creditórios ou seus ativos fossem classificados por agência especializada e independente quanto ao seu risco, conforme previsto no art. 3º, III da Instrução CVM 356/01, naquele momento. Entendo que é importante considerar que, menos de 3 meses depois da distribuição de cotas do Fundo objeto deste processo, a CVM alterou a referida instrução, inclusive o próprio inciso III do artigo 3º, que passou a prescrever que:

"III – cada classe ou série de cotas de sua emissão destinada à colocação pública deve ser classificada por agência classificadora de risco em funcionamento no País;"

58. Essa alteração da norma reflete o entendimento de que o *rating* de FIDCs só deve ser exigido para as classes ou séries de cotas destinadas à distribuição pública, para que esta opinião especializada seja oferecida como subsídio na avaliação sobre o investimento a ser realizada pelo público investidor.

59. Assim, embora veja que a Concórdia deixou de obedecer ao comando da norma vigente naquele momento, ao contratar *rating* apenas para a classe de cotas sênior, penso que deva ser considerado: (i) que a regulamentação foi

alterada menos de 3 meses após a colocação do Fundo, anteriormente inclusive ao Termo de Acusação pela SIN, e (ii) que havia certa incerteza em relação ao que definiria distribuições de cotas de fundos como públicas ou privadas, conforme já comentado. Não se justifica, portanto, a aplicação de penalidade no caso concreto.

60. Grupo 4. Imputação referida no item 13 (iii) do Relatório: o FIF Máster não poderia ter adquirido cotas do Fundo, pois seu próprio regulamento (art. 3, § 1º) exigia que os ativos do fundo tivessem baixo risco de crédito, enquanto que as cotas subordinadas que ele adquiriu não tinham classificação de risco – só foram classificadas as cotas seniores - e, por isso, foi descumprido o art. 14, III, "a" da Instrução 306/99.

61. Por fim, a SIN acusa a Concórdia, agora como administradora do FIF Máster, de deixar de obedecer à política de investimento estabelecida no regulamento do fundo, por permitir que adquirisse as cotas subordinadas do Fundo, para as quais não havia classificação de risco. No entanto, a defesa comprovou nos autos, por meio da apresentação da ata da AGO do FIF Máster realizada em 27.12.02 (fls. 50), que havia sido aprovada nova redação do art. 3. § 1º do regulamento, estabelecendo que o mínimo de 80% do patrimônio líquido do Fundo deveriam ser investidos em títulos apresentando baixo risco de crédito ou equivalente. Isso enquadra as cotas subordinadas do Fundo nos restantes 20% da carteira, passíveis de investimento em qualquer ativo e/ou modalidades operacionais disponíveis no âmbito do mercado financeiro. E o Relatório de Posição Diária do FIF Máster referente a 02.06.03, emitido pelo Banco Itaú, o qual determino seja juntado aos autos, demonstra que a aplicação no Fundo representava 8,44% do seu patrimônio. Diante dessa comprovação, não é verdade que a Concórdia tenha deixado de obedecer a política de investimento do FIF Máster, conforme exige o art. 14, III, "a" da Instrução 306/99.

Conclusão

62. Tendo em vista as razões expostas, voto pela aplicação da pena de advertência, nos termos do art. 11, II da Lei 6.385/76, aos acusados Concórdia S.A CVMCC e o seu Diretor-Responsável, Antônio Joel Rosa, pela não publicação dos anúncios previstos no art. 8º, § 1º, incisos III e IV da Instrução 356/01.

Rio de Janeiro, 14 de dezembro de 2006.

Maria Helena Santana

Diretora-relatora

1 A Instrução 356/01 foi alterada pela Instrução 393/03, de 22.07.03.

2 Art. 10, III da Circular BACEN 2.616/95: "realizar operações e negociar com ativos financeiros e/ou modalidades operacionais fora do âmbito do mercado financeiro ou expressamente vedadas na regulamentação em vigor".

3 "Considerados tais argumentos, parece-me que se deveria autorizar a Recorrente a receber aplicações de FIFs que tenham como quotistas exclusivamente investidores qualificados, sendo certo que a CVM deveria em breve vir a caracterizá-los como investidores qualificados nas suas normas, para melhor informação do mercado, conforme a orientação que proponho neste voto." Relator Luiz Antonio de Sampaio Campos.

Voto proferido pelo diretor Wladimir Castelo Branco Castro na Sessão de Julgamento do dia 14 de dezembro de 2006.

Eu acompanho o voto da Diretora Relatora, senhor presidente.

Wladimir Castelo Branco Castro

Diretor

Declaração de voto do Presidente Marcelo Fernandez Trindade, na sessão de julgamento de 14 de dezembro de 2006.

1. Eu também acompanho o voto da Diretora Relatora, especialmente quanto à ressalva de que essa era uma operação pioneira, e que a colocação das cotas foi inteiramente feita junto a empresas do grupo. A penalidade de advertência aplicada neste caso tem por objetivo desestimular condutas semelhantes, uma vez que, diante de um cenário de dúvidas, como o que restou caracterizado nos autos deste processo, cabe ao regulado consultar previamente a CVM sobre como agir, mesmo porque o órgão regulador dispõe do prazo prescricional de cinco anos para se manifestar sobre a operação. O correto, portanto, é que se faça a consulta, ao invés de se tomar uma decisão em meio a dúvidas de interpretação e incertezas quanto à regularidade ou não da conduta adotada, que poderão dar ensejo a posterior atuação investigativa do órgão regulador.
2. Feitas essas considerações, proclamo o resultado do julgamento no termos constantes do voto da Diretora Relatora e dou por encerrada a sessão, informando que da decisão da CVM cabe recurso voluntário, no prazo legal, ao Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional e que a CVVM interporá recurso de ofício ao mesmo órgão no tocante às absolvições proferidas.

Marcelo Fernandez Trindade

Presidente