

Interessado: Hedging-Griffo CV S.A

Assunto: Consulta sobre reestruturação de fundos de investimento

Diretora-Relatora: Maria Helena Santana

RELATÓRIO

1. Trata-se de consulta da Hedging-Griffo CV S.A. apresentada à Superintendência de Relações com Investidores Institucionais (SIN) sobre a possibilidade de efetuar a reestruturação de um conjunto de fundos de investimento administrados pela corretora, denominado Família Verde.

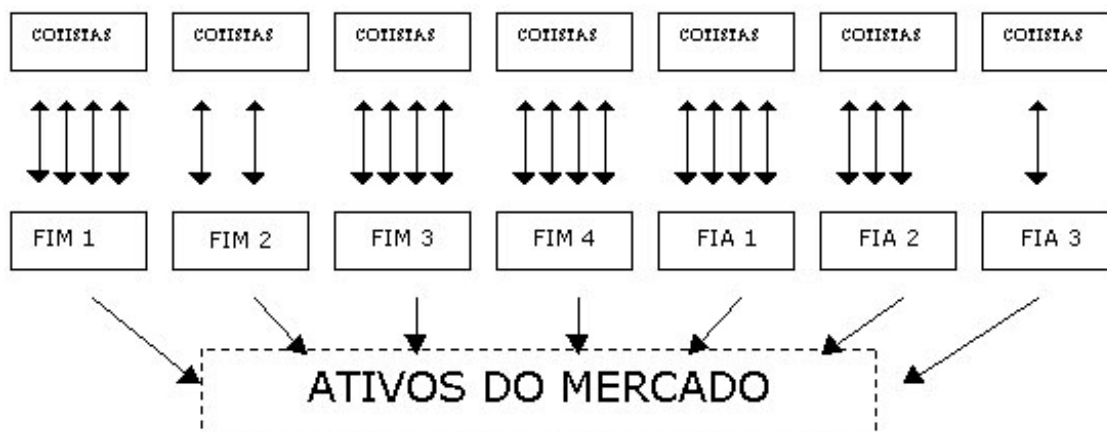
Dos fatos

2. Em 20.03.2006, a Hedging-Griffo protocolou consulta junto à CVM (fls. 01 a 03), alegando em síntese que:

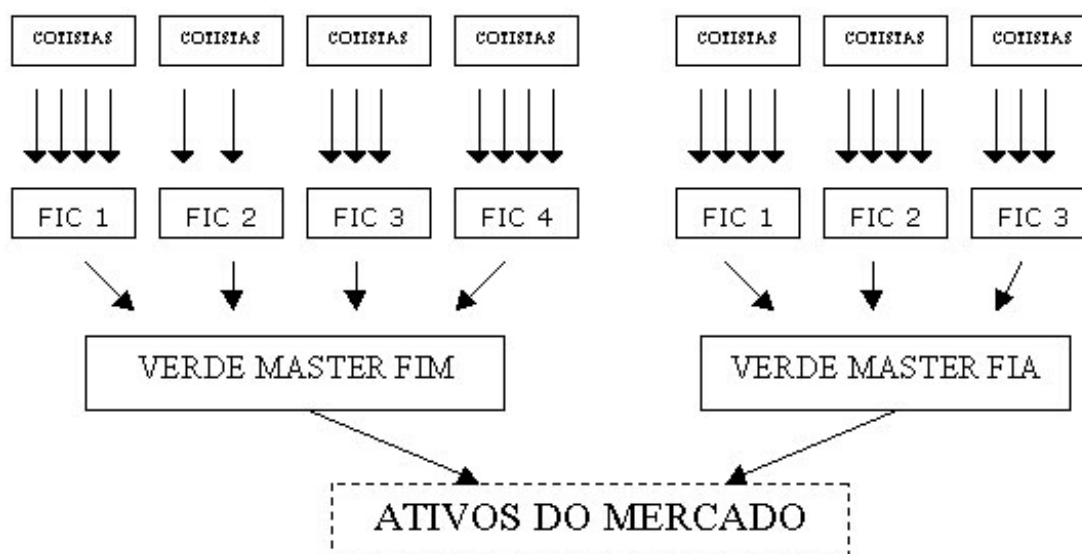
- a. atualmente, a Hedging-Griffo administra um patrimônio de aproximadamente R\$ 9,4 bilhões, sendo R\$ 3,4 bilhões atribuídos aos fundos integrantes da denominada Família Verde, constituída por 18 fundos de investimento, dos quais: i) 12 são multimercado, com tratamento tributário de longo prazo e cuja soma de patrimônios alcança R\$ 3,2 bilhões, reunindo aproximadamente 9.283 cotistas; e ii) 6 são fundos de ações, com tratamento tributário de ações, cuja soma de patrimônios alcança R\$ 200 milhões, reunindo aproximadamente 55 cotistas;
- b. cada um dos fundos da Família Verde possui uma peculiaridade, quer seja a taxa de administração e/ou performance, público alvo ou regras de resgate de cotas;
- c. buscando uma maior eficiência operacional, tanto da Hedging-Griffo, quanto da instituição custodiante, inclusive de alguns agentes do mercado, como as bolsas, por exemplo, a consultante gostaria de implementar uma reestruturação dos fundos, conforme abaixo descrito;
- d. os fundos de investimento da Família Verde, após as devidas assembleias de cotistas, seriam transformados em fundos de investimento em cotas de fundos de investimento (FICs), sendo que estes FICs aplicariam em apenas 2 fundos, denominados:
 - o HEDGING-GRIFFO VERDE MASTER FUNDO DE INVESTIMENTO MULTIMERCADO, com tratamento tributário de longo prazo, sem taxa de administração ou performance, cotização para resgate no mesmo dia do pedido e liquidação financeira no primeiro dia útil subsequente;
 - o HEDGING-GRIFFO VERDE EQUITY MASTER FUNDO DE INVESTIMENTO EM AÇÕES, com tratamento tributário de ações, sem taxa de administração ou performance, cotização para resgate no primeiro dia útil subsequente ao do pedido e liquidação financeira no terceiro dia útil subsequente ao da conversão de cotas.
- e. após a alteração, todas as operações no mercado de títulos e valores mobiliários serão efetuadas pelos dois fundos criados, VERDE MASTER FIM e VERDE EQUITY MASTER FIA (em conjunto, os FUNDOS MASTER);
- f. as condições de cada fundo de investimento serão preservadas quando da transformação em fundos de investimento em cotas, sendo que não haverá qualquer aumento de taxas para o cotista, já que os FUNDOS MASTER não cobrarão qualquer taxa de administração ou performance;
- g. além disso, não serão alteradas as regras de tributação dos fundos, as regras de resgate ou sua política de investimento final, pois cada FIC investirá a totalidade de seus recursos nos FUNDOS MASTER, que possuirão a mesma política de investimento que os FIs possuem atualmente;
- h. para que a transformação ocorra, será necessário que os FIs transfiram todos os seus ativos aos FUNDOS MASTER e os substituam por cotas de emissão dos MASTER; para que a substituição se dê de maneira transparente, sem prejuízo ou interferência dos mercados e nos mesmos, a Hedging-Griffo entende que o ideal seria que cada FIC integralizasse cotas dos FUNDOS MASTER por meio da conferência de seus ativos, sendo que a integralização em ativos não geraria custos de emolumentos e/ou corretagens;
- i. a integralização em ativos seria efetivada por meio da transferência das posições existentes dos FIs, na data de sua transformação para FICs, junto às instituições custodiantes dos títulos e valores mobiliários dos fundos e mediante estabelecimento de procedimentos adequados, respeitadas todas as regras de marcação a mercado em vigor;
- j. por todo o exposto, e tendo em vista a ausência de prejuízo aos cotistas dos fundos da Família Verde, a Hedging-Griffo solicita a autorização da CVM para efetivar a transformação dos FIs em FICs, após as devidas autorizações dos cotistas, que serão convocados para deliberar sobre as alterações, bem como para integralizar cotas dos FUNDOS MASTER com os ativos dos FIs.

3. A consulta da Hedging-Griffo ofereceu ainda uma apresentação gráfica da reestruturação proposta:

I. Estrutura atual (antes da operação):



II. Estrutura Master (após a operação):



4. Em 29.03.06, a SIN solicitou à Hedging-Griffo (OFÍCIO/CVM/SIN/GII-2/Nº525/06, fls. 15) o detalhamento do público-alvo dos fundos envolvidos no processo de reestruturação. Solicitou também o detalhamento das carteiras dos fundos envolvidos na operação, incluindo o percentual de participação e dados sobre a liquidez de cada ativo (volume de negócios nos últimos doze meses, data da última negociação em mercado, número de dias em que ocorreram negócios nos últimos doze meses).

5. Em 17.04.06, a Hedging-Griffo respondeu à CVM (fls. 16 e 17), enviando disco magnético (CD) com as informações solicitadas. Adicionalmente, informou que "a Família Verde é composta tanto por fundos destinados exclusivamente a investidores qualificados como por fundos que não têm como público alvo investidores qualificados."⁽¹⁾ Informou também que algumas carteiras da Família Verde possuem características peculiares, as quais seriam mantidas após a reestruturação, por meio da aplicação de parte de seu patrimônio em outros fundos de investimento.⁽²⁾ Esclareceu ainda que, excluídas essas exceções, as carteiras dos fundos da Família Verde possuem ativos proporcionais aos respectivos patrimônios líquidos, podendo ainda sofrer ajustes até o momento da integralização, destacando finalmente que os ativos preponderantes dos fundos apresentam bom índice de liquidez.

6. Em 24.04.06, o analista da SIN Daniel Bernardo destacou em despacho ao processo (fls. 20) que:

- a. a composição média do somatório das carteiras administradas é composto, preponderantemente, por ativos de alta liquidez e boa condição de solvência; a título de exemplo, um percentual entre 40 e 50% do total das carteiras está aplicado em LFTs sintéticas; além disso, é de cerca de 40% o percentual médio de aplicação em ativos de grande liquidez como PETR4 (preferenciais da Petrobras S/A), ACES3 (ordinárias da Acesita S/A), GDAU3 (ordinárias Gerdau S/A) e USIM3 (ordinárias da Usiminas S/A);
- b. o total de aplicações de pequena liquidez não representa sequer 5% do total das carteiras;
- c. há que se considerar, em termos de participação, e com risco de crédito significativo, as CPRs em carteira, que totalizam cerca de 5% do patrimônio de 4 dos 18 fundos, participação essa que, embora relevante, não consubstancia risco sistêmico;
- d. assim, quanto à composição da carteira, nada de irregular foi verificado que comprometesse a reestruturação;
- e. quanto ao público alvo, a Hedging-Griffo tem por objetivo o atendimento de diversos perfis (qualificados e não qualificados), o que será preservado na reestruturação; o remanejamento também preservará outras características existentes, refletidas, via de regra, em suas políticas de investimento; assim, a estratégia configura política de comercialização que não importa em nenhuma irregularidade.

7. Em 05.05.06, a GII-2 proferiu despacho (fls. 22) no processo, entendendo que " a operação em relação aos fundos de ações é plausível, uma vez que realmente a composição das carteiras é parecida. No agregado, existem diferenças em ações (5,6%), LFTs (7,10%) e no agregado notional dos futuros (5,7%). Em relação aos multimercados, as diferenças são bem maiores em ações, cotas de fundos, LFTs e LTNs e no notional de futuros. Existem também diferenças relevantes, em virtude da liquidez dos ativos, em debêntures e CPRs." Com base nessas afirmações, a GII-2 sugeriu que "a operação com os fundos de ações seja encaminhada favoravelmente ao Colegiado e que a administradora seja informada da necessidade de melhor

compatibilizar as carteiras dos fundos multimercado antes de submeter" o pleito ao Colegiado.

8. Em 16.05.06, a SIN oficiou novamente à Hedging-Griffo (OFÍCIO/CVM/SIN/GII-2/Nº792/06, fls. 24), solicitando, com observância aos limites permitidos pelas respectivas políticas de investimento, que fosse compatibilizada a composição das carteiras dos fundos multimercado, de modo que fosse reduzida a diferença de cada um para a média agregada dos fundos.

9. Em 24.07.06, a Hedging-Griffo enviou à CVM novo CD com as informações sobre as carteiras dos fundos de investimento, as quais, segundo a corretora, estariam "*devidamente compatibilizadas*" (fls. 25). Afirou, ainda, que a reestruturação dos fundos HG TOP FIM, HG TOP 30, HG Carteira Administrada Real FIM e HG Star FIM seria efetuada posteriormente, dado que as respectivas carteiras são diferentes em razão das políticas de investimento (todos eles têm uma parcela de seus investimentos em outros fundos de investimento, por exemplo, distorcendo a média).

10. Em 28.07.06, o analista da SIN Daniel Bernardo esclareceu em despacho (fls. 30) que "*através de análise amostral com os ativos que se mostravam mais significativos e problemáticos, pôde-se perceber uma redução na diferença entre os extremos da média agregada para valores que, hoje, não ultrapassam 12%*".

11. Em 31.07.06, a GII-2 entendeu (fls. 30) que "*o caso é semelhante ao processo RJ 2001/9877, que trata de reorganização de fundos administrados pelo Bradesco. Como a aprovação do pleito foi submetida à apreciação do Colegiado, que não estabeleceu naquele momento (reunião de 14.05.2002) regra geral, (...) o pleito da H. G. deve ser submetido ao Colegiado da CVM.*"

12. Em 31.08.06, a SIN encaminhou (fls. 35) o processo para a SGE, propondo a submissão da consulta ao Colegiado, conforme entendimento manifestado pela GII-2.

13. Em 07.11.06, a Diretora-Relatora solicitou, mediante despacho (fls. 56), que a SIN analisasse a consulta da Hedging-Griffo de forma mais conclusiva, fundamentando o seu posicionamento sobre a adequação da reestruturação de fundos pretendida pela consulente.

14. Em 17.11.06, a SIN apresentou as razões que, no seu entender, justificariam a autorização da reestruturação pretendida pela Hedging-Griffo. Em síntese, aquela Superintendência assentou que:

- a. da análise dos dados oferecidos pela Hedging-Griffo, verificamos que as carteiras dos fundos de Ações já estavam suficientemente homogêneas para que pudessem ser grupadas sem que houvesse prejuízo para seus cotistas. Quanto às carteiras dos fundos Multimercado, persistiam problemas de incompatibilidade quanto a diferentes políticas de investimento e conseqüentemente diferentes carteiras de investimento de alguns de seus fundos;
- b. para sanar o problema, emitimos o Ofício/CVM/SIN/ GII-2/Nº 792/06, fls. 24; em resposta (fls.25), a HG reconhece que em função de diferentes políticas de investimento as carteiras de quatro fundos Multimercado por ela administrados destoavam das demais carteiras e solicita que as mesmas deixem de fazer parte do atual processo de reestruturação das carteiras;
- c. por oportuno, cabe registrar que dos 18 fundos objeto da consulta inicial, dois deles, em função de procedimentos que atendem às normas em vigor, deixaram de existir. O HG Carteira Administrada Hedge Fundo de Investimento Multimercado foi incorporado em 21/06/2006 pelo HG Carteira Administrada – Real Fundo de Investimento Multimercado, e o HG Mega Hope Fundo de Investimento em Ações foi cancelado a pedido em 20/07/2006, em função do resgate total de suas cotas.
- d. os doze fundos restantes tiveram suas carteiras reexaminadas pela SIN (vide quadro da fls. 29), sendo que o analista concluiu que "*através de análise amostral com os ativos que se mostravam mais significativos e problemáticos, pôde-se perceber uma redução na diferença entre os extremos da média agregada para valores que, hoje, não ultrapassam 12%, e conforme comprova a memória de calculo anexa*";
- e. em seguida, a GII-2 (fls. 30) lembrou em despacho que a solicitação da Hedging-Griffo, por ser semelhante à reorganização de fundos administrados pelo Bradesco (Processo RJ 2001/9877), teria que ser submetida ao Colegiado;
- f. a SIN é favorável à reestruturação dos doze fundos "família" Hedging-Griffo, cinco de Ações e sete Multimercado, que ao final da análise da área se mostraram semelhantes em relação à composição das carteiras, liquidez e risco;
- g. o presente caso, a despeito de sua semelhança com a reorganização de fundos administrados pelo Bradesco (Processo RJ-2001/9877), tem características que justificam que o mesmo seja submetido à apreciação do Colegiado, na medida em que a HG também solicita que os atuais FIs, na data da transformação em FICs, sejam autorizados, por meio de conferência de ativos, a transferir seus bens aos fundos MASTER que em troca entregariam para os FIs (que passariam a ser FICs) cotas de emissão dos fundos MASTER, e especialmente considerando que a CVM ainda não estabeleceu regra geral para tais situações;
- h. essa operação depende de uma prévia e expressa autorização da CVM conforme previsto no inciso VI do art. 64 da Instrução CVM 409/04. É fato que a utilização de títulos e valores mobiliários na integralização e resgate de cotas é procedimento hoje em dia só permitido aos fundos destinados exclusivamente a investidores qualificados conforme previsto no inciso I do art. 110 da Instrução 409/04;
- i. a HG informa que os FIs só seriam transformados em FICs após as devidas assembleias de cotistas e que as condições de cada FI seriam preservadas quando da transformação em FIC. Portanto, se compromete com o seguinte: não haverá qualquer aumento de taxas para o cotista, não serão alteradas as regras de tributação dos fundos, assim como as regras de resgate e a política de investimento em termos objetivos. Ressalta também que, se aprovada a operação, não haverá custos de emolumentos e/ou corretagens, bem como se compromete a respeitar todas as regras de marcação a mercado em vigor;
- j. finalmente, reiteramos nossa posição favorável à operação de reestruturação dos doze fundos da Hedging-Griffo, tanto no que diz respeito à compatibilização das carteiras quanto à extensão à HG do tratamento dispensado ao Bradesco no Processo RJ 2001/9877, decidido favoravelmente pelo colegiado em 14/05/2002.

É o relatório.

VOTO

15. A questão foi trazida ao Colegiado, porquanto a reestruturação pretendida pela Hedging-Griffo depende de que os fundos da chamada Família Verde, na data da transformação em FICs, transfiram, por meio de conferência de ativos, seus bens a um dos Fundos MASTER (que em troca entregaria para os FIs cotas de emissão do Fundo MASTER respectivo).

16. A operação depende de autorização do Colegiado, pois, em princípio, o administrador do fundo está proibido de realizar operações fora de bolsa de valores ou de mercado de balcão organizado, salvo se obtiver expressa autorização da CVM (art. 64, VI, da Instrução CVM 409/04). Além disso, a normatização em vigor apenas autoriza a integralização de cotas mediante a utilização de valores mobiliários quando se trata de fundos destinados

exclusivamente a investidores qualificados (art. 110, I, da Instrução CVM 409/04).

Art. 64 - É vedado ao administrador praticar os seguintes atos em nome do fundo:

.....
VI - realizar operações com ações fora de bolsa de valores ou de mercado de balcão organizado por entidade autorizada pela CVM, ressalvadas as hipóteses de distribuições públicas, de exercício de direito de preferência e de conversão de debêntures em ações, exercício de bônus de subscrição e nos casos em que a CVM tenha concedido prévia e expressa autorização;

Art. 110 - O fundo destinado exclusivamente a investidores qualificados, desde que previsto em seu regulamento, pode:

I - admitir a utilização de títulos e valores mobiliários na integralização e resgate de cotas, com o estabelecimento de critérios detalhados e precisos para adoção desses procedimentos, atendidas ainda, quando existirem, as correspondentes obrigações fiscais;"

17. A operação parece ter por fim apenas a racionalização da administração de fundos pela Hedging-Griffo, sem prejuízo, portanto, para as finalidades de proteção ao investidor perseguidas pelos dispositivos transcritos, desde que a forma de sua implementação e as condições vigentes após essa providência também sejam consideradas alinhadas com esse princípio.

18. Nesse sentido, verifico que, segundo a Hedging-Griffo e a própria SIN, a operação pretendida não trará prejuízo aos cotistas dos fundos da Família Verde, pois não haverá aumento de taxas para o cotista (na medida, inclusive, em que os Fundos MASTER não cobrarão qualquer tipo de taxa dos FICs), não serão alteradas as regras de tributação dos fundos, assim como as regras de resgate e a política de investimento de cada um. Cabe mencionar também que os Fls só serão transformados em FICs após as devidas assembleias de cotistas. Finalmente, a operação não implicará custos de emolumentos e/ou corretagens para os cotistas ou para os fundos, por se tratar de integralização em ativos.

19. Verifico também, mais uma vez segundo a SIN, que as carteiras da Família Verde (5 fundos de ações e 7 fundos multimercado), após os ajustes exigidos pela área técnica da CVM, estão suficientemente homogêneas (semelhantes em relação à sua composição, liquidez e risco dos ativos), sendo viável, portanto, o seu grupamento conforme proposto pela Hedging-Griffo. Quanto à presença de ativos de baixa liquidez, a análise feita pela SIN apontou que não chegam a representar 5% do total, o que permite que se autorize a operação de integralização de cotas com ativos com base na marcação a mercado.

20. Verifico, finalmente, conforme bem salientado pela SIN, que o pleito da Hedging-Griffo é semelhante a outro precedente já autorizado pelo Colegiado. Refiro-me ao Processo CVM RJ 2001/9877, relatado pelo Diretor Wladimir Castelo Branco Castro e apreciado em 14/05/2002. Naquela oportunidade, o Colegiado autorizou a reestruturação pretendida pelo Banco Bradesco, em operação com as mesmas características que a presente (transformação de Fls em FICs e integralização das cotas dos "fundos mãe" por meio de conferência de ativos).⁽³⁾ Transcrevo, abaixo, os principais trechos do voto do Diretor Relator, acompanhado pelos demais integrantes do Colegiado:

"Verifica-se nos autos que o interessado, sob a justificativa de racionalizar sua administração e reduzir custos, pretende transformar fundos de ações em fundos de cotas de novos fundos de ações a serem criados. Contudo, pretende fazê-lo sem previamente vender em mercado os ativos dos fundos de ações transformados, o que esbarraria nas restrições impostas pelos seguintes dispositivos regulamentares, todos exarados pela CVM:

(...)

A sugestão da SIN, de permitir-se que os ativos que estão nas carteiras dos fundos de ações a serem transformados sejam utilizados na integralização das cotas dos "fundos mãe", pode ser entendida, portanto, como uma forma de adaptar-se a possibilidade aventada pelo art. 100, acima transcrito, às recentes demandas do nosso mercado, surgidas como consequência dos recorrentes processos de reorganização vividos por diversas instituições financeiras brasileiras (cf. fls. 43 a 61).

Entendo que a restrição imposta pelo art.100, de só permitir que fundos destinados a investidores qualificados admitam a utilização de valores mobiliários na integralização de suas cotas, visa a proteger os demais investidores de uma eventual adoção de diferentes critérios para integralização de cotas dos fundos em que estes participem. No caso em exame, tal restrição me parece carecer de propósito, à vista do entendimento da área técnica, fundamentado ao longo deste processo, segundo o qual "a reorganização pretendida não prejudicará os cotistas dos fundos envolvidos" (fls. 98 e 96).

Por isto, meu voto é no sentido de acatar-se a sugestão da área técnica, considerando viável o modelo de reorganização pretendida pelo interessado, na forma proposta pela SIN, qual seja, "integralização das cotas dos fundos de ações – mãe com as ações que estão na carteira do fundo de ações original" (fls. 96 e 98), ressalvando-se que:

- 1) caso haja ônus tributário nas operações, este seja arcado pelo administrador ou gestor, não pelos cotistas; e*
- 2) os cotistas aprovelem em AGE as alterações (transformação) propostas."*

Conclusão

21. Por todo o exposto, e concordando com a fundamentação expressa no voto que prevaleceu na decisão proferida no Processo CVM RJ 2001/9877, acompanho o entendimento da SIN e voto no sentido de que o Colegiado autorize a reestruturação pretendida pela Hedging-Griffo, devendo a corretora, antes de implementar a operação autorizada, confirmar à SIN que a compatibilidade entre as carteiras, como informada nestes autos, permanece vigente na data da implementação da reestruturação.

Rio de Janeiro, 28 de novembro de 2006.

Maria Helena Santana

Diretora-Relatora

⁽¹⁾ A Hedging-Griffo informou que os fundos que não são destinados exclusivamente a investidores qualificados são os seguintes: (i) HG Verde FI Multimercado, (ii) HG Verde 14 FI Multimercado, (iii) HG Private FI Multimercado, (iv) HG Agar FI Multimercado, (v) HG TOP FI Multimercado, (vi) HG

TOP 30 FI Multimercado e (vii) HG Star FI multimercado.

(2) Segundo a Hedging-Griffo, os fundos HG TOP FI Multimercado e HG TOP 30 Multimercado, por exemplo, possuem como estratégia de investimento a aplicação de (i) 27% de seu patrimônio em renda fixa, replicando a carteira de um fundo diferenciado DI, (ii) 40% em fundos de terceiro e (iii) apenas 33% de seu patrimônio em ativos que repliquem a carteira do Hedging-Griffo Verde FI Multimercado. Dessa forma, as cotas de fundos de terceiros detidas pelos referidos fundos da Família Verde seriam mantidas e não seriam integralizadas no fundo Hedging-Griffo VERDE MASTER FI Multimercado, inclusive por impossibilidade imposta pela regulamentação em vigor. Igualmente, os ativos de renda fixa que buscam replicar a carteira do fundo DI não seriam integralizados no Verde Master, sendo que os referidos investimentos seriam liquidados e passariam a ser realizados por meio da aquisição, pelo TOP e TOP 30, de cotas de um fundo de investimentos referenciado DI. Da mesma forma, os fundos HG Carteira Administrada Real FI Multimercado e HG Carteira Administrada Hedge FI Multimercado manteriam seus investimentos em fundos e somente a parcela de ativos que busca replicar a carteira do Verde FI seria integralizada no Verde Master.

(3) À época da apreciação pelo Colegiado do Processo CVM RJ2001/9877, ainda estava em vigor a Instrução CVM 302/99. Não obstante, a Instrução 302/99 trazia dispositivos no mesmo sentido da Instrução CVM 409/04. É o que se depreende da leitura dos seus arts. 55, V, e 100, I:

"Art. 55. É vedado ao administrador praticar os seguintes atos em nome do fundo:

V - realizar operações com ações fora de bolsa de valores ou de mercado de balcão organizado por entidade autorizada pela CVM, ressalvadas as hipóteses de subscrição em distribuições públicas, de exercício de direito de preferência e de conversão de debêntures em ações;"

"Art. 100. O fundo destinado, exclusivamente, a investidores qualificados, desde que previsto em seu regulamento, pode:

I - admitir a utilização de valores mobiliários na integralização e resgate de cotas, com o estabelecimento de critérios detalhados e precisos para adoção desses procedimentos;"