

Interessados: BNY Mellon Serviços Financeiros DTVM S/A; Energia São Paulo – Fundo de Investimento em Participações.

Assunto: Pedido de autorização para transformação de fundo de investimento em participação (FIP) em fundo de investimento em ações regulado pela Instrução CVM nº 409/04

Diretora-relatora: Ana Dolores Moura Carneiro de Novaes

Relatório

1. Trata-se de recurso encaminhado por BNY MELLON SERVIÇOS FINANCEIROS DTVM S/A, na qualidade de Administrador, do ENERGIA SÃO PAULO – FUNDO DE INVESTIMENTO EM PARTICIPAÇÕES – CNPJ nº 02.178.371/0001-93, contra decisão proferida pela SIN que impugnou a decisão que transformara o Fundo em fundo de investimento regulado pela Instrução CVM nº 409/2004.
2. Este processo foi distribuído por dependência ao processo RJ 2010/12484, julgado pelo Colegiado em 28 de agosto de 2012, com o deferimento, por maioria, do pedido de transformação de fundo de investimento em cotas de fundo de participação para fundo de investimento em cotas regido pela Instrução CVM Nº 409.
3. O ENERGIA SÃO PAULO FIP é fundo de investimento em participações, regulado pela Instrução CVM nº 391/03, constituído inicialmente como fundo mútuo de investimento em ações – carteira livre, sob a forma de condomínio aberto. Em 17/08/2000, foi aprovada a sua transformação para forma de condomínio fechado. Em 25/03/2004, foi deliberada a sua transformação em fundo de investimento em participações. Em 03/08/2010 foi aprovada a alteração do prazo de duração do Fundo, que passou a ter o encerramento das atividades previsto para o dia 05/08/2013. Em 28/11/2011, foi aprovada em assembleia, a sua transformação para fundo de investimento em ações sob a forma de condomínio fechado. O prazo referido para encerramento de atividades poderá ser prorrogado em assembleia, caso os cotistas entendam ser conveniente. O Fundo é destinado tão somente a um grupo restrito de investidores "qualificados" (fl. 7).
4. O objetivo do ENERGIA SÃO PAULO FIP é obter ganhos de capital e outros rendimentos, por meio de investimentos de longo prazo na Companhia Paulista de Força e Luz – CPFL (a "CPFL") e/ou em companhias, com ou sem registro de companhia aberta junto à CVM, que tenham participado, direta ou indiretamente, do leilão de privatização da CPFL (as "Companhias Alvo").
5. Conforme correspondência encaminhada pelo Administrador, em 1/12/2011, no dia 28/11/2011, foi realizada com presença da totalidade dos cotistas do FIP, assembleia geral, onde foi aprovada pela totalidade dos cotistas, a transformação do FIP em um fundo de investimento em ações (FIA) regulado pela Instrução CVM nº 409/2004 (fl. 1). Em 07/12/2011, o Administrador encaminhou correspondência, solicitando que fossem tomadas as providências necessárias no sistema *cvmweb* para contemplar a transformação do Fundo (fl. 37).
6. Em 06/02/2012, a SIN encaminhou ao Administrador, o OFÍCIO/CVM/SIN/GIF/Nº 511/2012, comunicando a impugnação da decisão que transformou o referido fundo em fundo de investimento regulado pela Instrução CVM nº 409/04, considerando a ausência de previsão na norma em vigor e, conseqüentemente, nos sistemas de informações da CVM para a transformação de fundo de investimento de natureza diversa, conforme deliberado em assembleia (fl. 184).
7. Inconformado com a decisão, o Administrador, apresentou, em 01/03/2012, recurso contra a impugnação da assembleia pela SIN com pedido de reconsideração e efeito suspensivo.
8. O Administrador alegou em seu recurso:
 - a. Trata-se de fundo sob a forma de condomínio fechado (antes e depois da transformação), fruto da reunião de entidades fechadas de previdência complementar, investidores institucionais, que se reuniram no passado para, atuando em bloco, e sob gestão de terceiros, adquirir participações em companhias de capital aberto do setor de energia, durante o prazo de duração do FUNDO;
 - b. o FUNDO, durante o prazo que se manteve como fundo de investimento em participações, tinha como estratégia a efetiva influência na definição da política estratégica e gestão das companhias investidas, o que não necessariamente os cotistas pretendem manter após a transformação, mas é certo que ainda existe sinergia entre os cotistas e destes com o gestor da carteira;
 - c. os ativos constantes da carteira do FUNDO, tanto antes da transformação como atualmente, são plenamente compatíveis com ambas as naturezas de fundo de investimento, seja fundo de investimento em ações ou fundo de investimento em participações;
 - d. a assembleia geral de cotistas é o órgão soberano para toda e qualquer revisão do regulamento, sua política e/ou outros assuntos atinentes ao FUNDO, tal como a transformação;
 - e. o princípio da legalidade, em linhas gerais, estabelece que tudo que não é proibido expressamente pela Lei é permitido ao cidadão realizar, o que não pode ser diferente no âmbito da indústria de fundos de investimento;
 - f. já existe precedente do Colegiado que deve ser aplicado ao caso em tela, qual seja o caso do processo RJ2007/13721, relatado pelo Diretor Marcos Pinto.
9. Para o Recorrente a alternativa de liquidar o FIP, com pagamento em ativos e integralização em um novo FIA, não seria o melhor caminho, frente a aquele já escolhido e deliberado pelos cotistas. Tal alternativa seria demasiadamente onerosa e burocrática, gerando ônus para os cotistas, considerando que:
 - i. alguns dos investidores aplicam no Fundo por meio de veículos exclusivos (fundos de cotas) que, ao receber as ações fruto da liquidação, desenquadrariam (passariam a deter ações de companhia aberta, quando em realidade só podem deter cotas de fundo), passando a depender de entendimento desta Autarquia de se tratar de desenquadramento passivo e, ainda que esta autorize a realização da 2ª etapa da operação (aplicando o disposto no item 1.1 do Ofício Circular CVM SIN nº 3/2011, que trata de situação similar);
 - ii. tal alteração implicaria em troca da titularidade de participação relevante em companhias abertas, as quais geram uma série de obrigações de comunicação, nos termos da Instrução CVM nº 358/2002. Tais comunicados podem criar dúvidas no mercado, inclusive sobre eventual troca de controle das companhias, acarretando, no mínimo, oscilações indevidas no preço das ações;
 - iii. a troca de titularidade junto aos custodiantes, agentes escriturais, e CBLIC, conforme o caso, também só existe na sugestão alternativa;
 - iv. a necessidade de criação de novo fundo, com os custos correspondentes, bem como a baixa do atual, sem prejuízo dos trâmites das estruturas internas de cada cotista/investidor para viabilizar todas as etapas da operação no molde proposto pela SIN;
 - v. o eventual desrespeito a acordos de acionistas existentes nas companhias investidas, aos quais o Fundo seja aderente, e que contenham condições especiais para a transferência de titularidade de ações.
10. Em virtude dos motivos acima, a Recorrente alega que é evidente que os cotistas são os maiores beneficiados da insistência em transformar a natureza do Fundo sem, contudo, alterar a titularidade dos ativos, o que seria imprescindível no caso da eventual implantação da sugestão alternativa.
11. A Área Técnica da CVM rechaçou a linha de argumentação dos recursos, pois, entende que o ponto central para discussão desses recursos é o que significa a "transformação" referida no art. 47, III, da Instrução CVM nº 409/04 e argumentou o seguinte:
 - a. o termo "transformação" historicamente teria sido utilizado nas Instruções que regulam os fundos de investimento (Instruções 148/91, 215/94, 302/99) para designar a mudança na forma de condomínio do fundo, de fechado para aberto ou de aberto para fechado (inovação trazida pela Instrução CVM nº 302/99).
 - b. além da mudança na forma de condomínio, o art. 104 da Instrução CVM nº 409/04 estabeleceria um novo tipo de transformação que, mediante prévia autorização da CVM, seria possível: a transformação de clube de investimento em fundo. Não haveria na Instrução CVM nº 409/04 qualquer menção a transformação de fundos de regimes regulatórios distintos.
 - c. caso o regulador tivesse a intenção de regular no art. 47, III, da Instrução CVM nº 409/04 a transformação de fundos de naturezas distintas, provavelmente não o faria sem a prévia análise do caso concreto, e estabeleceria um quórum qualificado para aprovação de uma mudança no ordenamento legal que o fundo está sujeito.
 - d. transformações do ordenamento legal dos fundos por simples deliberação de assembleia de cotistas, sem análise prévia do caso pela CVM, poderia produzir situações indesejáveis e prejudiciais à indústria de fundos. Como exemplo, poder-se-ia imaginar a transformação de um fundo mútuo de privatização – FGTS (Instrução CVM nº 279/98) em um fundo de ações, regulado pela Instrução CVM nº 409/04. Para os FMP-FGTS os resgates somente são permitidos nas condições estabelecidas em Lei ou para retorno dos recursos às contas vinculadas do FGTS. Entretanto, os resgates dos fundos de ações regulados pela Instrução CVM nº 409/04 somente deveriam observar as condições estabelecidas no regulamento do fundo. Essa transformação, uma vez deliberada pela assembleia de cotistas, sem a aprovação da CVM, significaria uma liberação descontrolada de recursos oriundos do FGTS, em afronta às premissas que serviram de base para a construção da Instrução CVM nº 279/98.
 - e. Outro exemplo indesejável seria a transformação de um ETF em um fundo de ações ativo não referenciado. Todo o arcabouço regulatório criado para garantir a aderência da gestão ao benchmark seria desconstruído, com impacto profundo nas estratégias dos investidores.
 - f. o art. 15 da Instrução CVM nº 391/03, que regulou a competência da assembleia geral de cotistas de fundos de investimento em participações, não conferiria poderes a esta para deliberar sobre transformações desse tipo de fundo para qualquer outro, mas somente para as transformações previstas no art. 39 desta Instrução. [11](#) Desta forma, a Instrução CVM nº 391/03 não autoriza a transformação pleiteada pelos recorrentes e, nas demais Instruções da CVM, não existiria regulação que disponha sobre a transformação de fundos de ordenamentos legais distintos.
12. Para a Área Técnica, a aceitar a argumentação dos Recorrentes, todas as demais transformações imagináveis estariam autorizadas sem análise prévia da CVM. Bastaria a assembleia deliberar sobre a transformação, para que esta produzisse seus efeitos, cabendo apenas a CVM ser comunicada da decisão para atualização cadastral do fundo.
13. Como alternativa para a demanda em tela, a Área Técnica propõe o pagamento dos valores devidos aos cotistas em ativos, que seriam, ato contínuo, utilizados para integralizar quotas de novos fundos multimercado, criados especialmente para receber tais aplicações. Essa operação seria possível e atenderia plenamente às normas da CVM.
14. Finalmente a Área Técnica ressaltou as dificuldades para fazer esta alteração cadastral no sistema da CVM por falta de previsão legal e que esta alteração só seria possível com uma intervenção manual.

É o Relatório

Voto

15. A discussão deste caso pode ser vista como o confronto de duas visões opostas. O Recorrente basicamente argumenta, nas linhas do voto do Diretor Marcos Pinto no Processo RJ2007/13721, que o Art. 47,

Inciso III combinado com o Art. 119-A da Instrução CVM Nº 409, norma de aplicação geral a todos os fundos de investimento, desde que não haja conflito com as regras específicas destes fundos, permitiriam a transformação de FIP em FIA. Ademais, o Recorrente nomeia várias vantagens de ordem burocrática e legal – que me parecem legítimas – para preferir a transformação do Fundo em relação à proposta da Área Técnica de liquidar o FIP e ato contínuo integralizar um novo fundo.

16. Por outro lado, a Área Técnica da CVM entende que a alteração da natureza dos fundos, sem a prévia análise do caso pela CVM, poderia trazer consequências indesejáveis e cita, como exemplo, o desvirtuamento que seria a decisão pelos cotistas de transformarem um Fundo Mútuo de Privatização FGTS (Instrução CVM Nº 279) em um fundo de ações regido pela Instrução CVM Nº 409, ou ainda a transformação de um fundo ETF em fundo de ações. Finalmente, O Parecer acostado às folhas 231-247 do Processo RJ 2011/2164 lembra que, pelo princípio constitucional da legalidade, o que não é proibido, é permitido.

17. O questionamento da Área Técnica requer uma análise holística do disposto nas instruções da CVM reguladoras dos vários fundos. Portanto, antes de enfrentar o caso específico dos Recursos acima, acredito ser proveitoso analisar o que as várias Instruções sobre fundos regulados pela CVM dispõem sobre a transformação de fundos. Desta análise, será possível tirar elementos para uma interpretação teleológica sobre a vedação ou não da transformação de certos tipos de fundos em outros. O Quadro 1 traz um resumo desta pesquisa.

18. A Área Técnica está correta quando argumenta que historicamente o termo "transformação" era utilizado nas instruções para designar a mudança da forma do condomínio do fundo, se de aberto para fechado ou fechado para aberto. Contudo, esta interpretação não deve persistir até os dias de hoje. É preciso recordar que à época destas primeiras instruções, a CVM regulava apenas os fundos de ações e quotas de ações e, portanto, era natural entender que o termo transformação referia-se à natureza do condomínio, se aberto ou fechado.

19. Apenas em 2001, a Lei n.º 10.303 atribuiu à CVM a competência para regular, dentre outras coisas, os antigos fundos de renda fixa (FIFs). A Decisão Conjunta CVM-BACEN n.º 10/2002 tratou do processo de transição, deixando claro que, enquanto não fossem editadas pela CVM normas próprias, com base na sua nova competência, permaneceriam em vigor as disposições regulamentares editadas pelo Banco Central,

20. A regra anterior editada pelo Banco Central, o Regulamento Anexo à Circular BCB n.º 2.616/1995, permitia a transformação dos fundos por ela regulada conforme o disposto nos Arts. 22, Inciso V; 25 e 38, desde que a decisão fosse tomada pela maioria de quotas de condôminos presentes à assembleia geral e comunicada no prazo de cinco dias para o Banco Central.^[2]

21. Em 18 de agosto de 2004 foi editada pela CVM a Instrução Nº 409 que passou a regular a indústria de fundos no Brasil tanto de renda variável quanto renda fixa. Além da Instrução 302, que regia os fundos de renda variável regulados pela CVM antes da Instrução Nº 409, havia outros 11 tipos de fundos regulados pela CVM, listados no Quadro 1, e ainda em vigor.

Quadro 1 – Disposições Sobre Transformação de Fundos

Fundo	Instrução Original	Disposição sobre Transformação	Referência
Fundo Mútuo de Ações Incentivadas	CVM 153/1991, de 24/jul/1991	Após 24 meses de existência, há a possibilidade de transformar o fundo de fechado para aberto com prévia autorização da CVM.	Art. 1º, § 2º e Art. 33
Fundo de Investimento Cultural e Artístico	CVM 186, de 17/mar/1992	Há a possibilidade de transformar o fundo de fechado para aberto com prévia autorização da CVM.	Art. 1º, § 2º e Art. 12
Fundos Mútuos de Investimento em Empresas Emergentes	CVM 209, de 25/mar/1994	Não há disposição a respeito da transformação.	n.a.
Fundo de Conversão - Capital Estrangeiro (FCCE) e o Fundo de Conversão - Capital Estrangeiro (Áreas Incentivadas SUDAM, SUDENE)	CVM Nº 227, de 23/dezembro/1994	Assembleia poderia deliberar transformação sem prévia autorização da CVM desde que os recursos provenientes do exterior tivessem sido investidos por 12 anos no país.	Art. 14, inciso IV e Art. 29.
Fundos Mútuos de Investimento em Empresas Emergentes - Capital Estrangeiro	CVM Nº 278, de 8/5/1998	Não há disposição a respeito da transformação.	n.a.
Fundos Mútuos de Privatização - FGTS	CVM Nº 279, de 14/maio/1998	Não havia menção ao tema na redação original. Contudo, os cotistas poderiam transferir seus recursos, após seis meses, de um Fundo de Privatização de uma companhia para um Fundo de Privatização Carteira Livre. A Instrução 339 de 21/jun/2000 proibiu a transformação de Fundo Mútuo de Privatização – FGTS em Fundo Mútuo de Privatização – FGTS Carteira livre e vice-versa.	Art. 11, § 3º.
Fundos de investimento em direitos creditórios (FIDC) e de fundos de investimento em cotas de fundos de investimento em direitos creditórios (FIC FIDC)	CVM No 356, de 17/dez/2001	Não há disposição a respeito da transformação.	n.a.
Fundos de Índice, com cotas negociáveis em bolsa de valores ou mercado de balcão organizado	CVM Nº 359, de 22/jan/2002	O fundo somente pode ser transformado em fundo de investimento em títulos e valores mobiliários, observadas as normas aplicáveis àqueles fundos, sem necessidade de autorização prévia da CVM.	Art. 30, inciso VII; Art. 65, Art. 68
Fundos de Investimento em Participações	CVM No 391, de 16/7/2003	Não há disposição a respeito da transformação do FIP ou de FICFIP em outros fundos, mas há a possibilidade de fundos de investimento em títulos e valores mobiliários, condomínio fechado, e fundos mútuos de investimento em empresas emergentes serem transformados em Fundos de Investimento em Participações ou Fundos de Investimento em Cotas de Fundos de Investimento em Participações	Art. 39
Fundos de Financiamento da Indústria Cinematográfica Nacional - FUNCINE	CVM No 398, de 28/out/2003	Somente são permitidas as operações de incorporação e fusão entre FUNCINEs, sendo vedada a transformação de sua natureza.	Art. 83
Fundos de investimento em direitos creditórios no âmbito do Programa de Incentivo à Implementação de Projetos de Interesse Social – FIDC-PIPS	CVM No 399, de 21/Nov/ 2003	Não há disposição a respeito da transformação.	n.a.
Fundos de investimento	CVM 409, DE 18/8/2004	É possível a transformação, sem a necessidade de consulta a CVM, exceto para a transformação de fundos abertos em fechados e para a transformação de clubes de investimentos em fundo que requerem a autorização prévia da CVM.	Art. 47, Inciso III e Art. 103.
Fundos de Aposentadoria Programada Individual - FAPI	Resolução CMN 2424 de 1/10/1997 e CVM 423 de 28/set/2005	A transformação é permitida desde que haja a possibilidade de resgate da totalidade das quotas. A transformação do FAPI deve ser comunicada a CVM no prazo de 15 dias.	Art. 24, Inciso V da resolução CMN 2424 de 1/10/1997; Art. 2º CVM 423.
Fundos de Investimento em Direitos Creditórios Não-Padronizados	CVM 444, de 8/dezembro/2006	Não há disposição a respeito da transformação (faz referencia a Instrução CVM 356).	n.a.
Fundo de Investimento do Fundo de Garantia do Tempo de Serviço	CVM 462, de 26/Nov/2007	Não há disposição a respeito da transformação.	n.a.
Fundos de Investimento Imobiliário – FII	CVM Nº 472, 31/10/2008	A transformação é permitida desde que o administrador mostre compatibilidade do fundo transformado com a política de investimento daquele que resultará da transformação. Além disso a Instrução dispõe que fundos de investimento fechados regulados pela Instrução CVM nº 409, fundos mútuos de investimento em empresas emergentes, fundos de investimento em participações e fundos de investimento em direitos creditórios poderão convocar assembleias gerais dos fundos sob sua administração com a finalidade de promover sua transformação em fundos imobiliários	Art. 47, Inciso X; Art. 49; Art. 64 e seus §§.

22. Os 11 fundos anteriores à Instrução 409 dispõem o seguinte sobre transformação:

- a. três mencionam a possibilidade de transformar o tipo de condomínio aberto e/ou fechado (fundos de ações incentivadas, fundos culturais, fundo de conversão de capital estrangeiro);
- b. quatro não mencionam a palavra "transformação" do fundo (fundos de empresas emergentes, fundos de empresas emergentes de capital estrangeiro, FIDC, e FIDC - PIPS);
- c. um, o fundo de investimento em participações (FIP), não tem dispositivo a respeito da transformação deste tipo de fundo em outro fundo, mas permite a transformação de fundos de empresas emergentes e de fundos de investimento em títulos e valores mobiliários para FIP (regidos pela antiga Instrução CVM Nº 302);
- d. um, o fundo de índice com quotas negociadas em bolsa de valores ou mercado de balcão (ETF), pode ser transformado em fundo de investimento em títulos e valores mobiliários observadas as normas aplicáveis àqueles fundos;
- e. apenas dois tipos de fundos proíbem categoricamente a transformação da natureza do fundo: o fundo de financiamento da indústria cinematográfica nacional (FUNCINE) e o fundo mútuo de privatização FGTS que não poderia ser transformado em fundo de privatização carteira livre e vice-versa.

23. Fica a pergunta: por que a CVM foi taxativa em relação ao FUNCINE e ao Fundo FGTS? A resposta me parece clara quando se procura a razão para tal dispositivo na Área de Normas da CVM (SDM). Em relação ao FUNCINE, foi observado que as pessoas físicas e jurídicas podem deduzir 100% de suas aplicações neste fundo no limite de 6% e 3% do imposto de renda a pagar. Portanto, este é um fundo que veio acoplado em sua origem com uma renúncia fiscal por parte do governo federal. Não seria razoável que a partir de uma renúncia fiscal para incentivar o cinema nacional, o quotista pudesse transferir, em seguida, os recursos para fundo de outra natureza burlando o propósito da isenção fiscal e da própria razão de ser dos fundos voltados para o desenvolvimento do cinema nacional.

24. Quanto à proibição constante dos Fundos de Privatização do FGTS de serem transformados em Fundos de Privatização FGTS Carteira Livre e vice-versa, é preciso lembrar o momento histórico daqueles fundos, criados em 1998. O propósito de permitir o uso do FGTS para comprar ações era, entre outros, popularizar o mercado de renda variável. Inicialmente, os Fundos de Privatização do FGTS permitiam a cisão, fusão, e incorporação de um fundo de privatização FGTS em outro fundo FGTS (i.e. fundo da mesma natureza), e nada mencionavam em relação à transformação. Mas, a restrição à transformação era óbvia já que o Fundo FGTS é uma comunhão de recursos destinados à aquisição de valores mobiliários no âmbito do Programa Nacional de Desestatização. Os ativos destes fundos eram justamente e exclusivamente ações de companhias do programa de desestatização. Não se estava permitindo sacar recursos do FGTS via aplicação em fundo de natureza distinta. Os recursos captados através da conta do FGTS do trabalhador eram para este propósito.

25. É importante lembrar que o quotista, após seis meses no Fundo FGTS, poderia pedir resgate para aplicar o seu recurso num Fundo FGTS Carteira Livre, este um fundo de ações com latitude para aplicar em qualquer ação listada em bolsa. O resgate deste fundo só poderia ser feito para fundo FGTS ou para a própria conta do FGTS do trabalhador.

26. Em 2000, a Instrução CVM Nº 339 de 21 de junho de 2000 alterou a Instrução 279 para proibir a transformação de Fundos FGTS em Fundos FGTS Carteira Livre e vice-versa. Depois do sucesso do primeiro lançamento dos Fundos FGTS com ações da Vale do Rio Doce (atual VALE), o governo lançou proposta semelhante para a venda de ações da Petrobrás, no âmbito do programa de privatização. Depois do sucesso do programa da VALE, havia muito mais trabalhadores interessados no programa. Além disso, uma ampla campanha de mídia foi lançada para atingir o maior público possível de trabalhadores para o programa da Petrobrás. Foi neste ambiente que foi editada a Instrução CVM Nº 339. Com o alargamento do programa e a adesão de trabalhadores de menor renda, a CVM achou por bem não permitir a transformação de fundos de FGTS, cujo único ativo era ações da Petrobrás, em fundos FGTS Carteira Livre que poderiam ter ações de outras empresas. Contudo, o trabalhador continuava com a possibilidade de resgatar, após seis meses, as suas quotas do fundo FGTS Petrobrás e transferi-las para um fundo FGTS Carteira Livre no qual haveria a possibilidade de investir em ações diferentes. Claramente, o propósito da proibição de fundos FGTS em FGTS Carteira Livre visava evitar que o cotista que pensava estar investindo em ações apenas da Petrobrás acordasse um dia investidor de uma cesta de ações por conta da decisão assemblear.

27. Em ambos os casos, parece-me que quando houve a necessidade de proteger interesse público, a CVM deixou clara a proibição da transformação.

28. Feita esta digressão inicial, passo a analisar a jurisprudência sobre o tema da própria CVM. Há três processos julgados pelo Colegiado da CVM a este respeito e à matéria correlata (investidores qualificados e fundos exclusivos):

- a. RJ2007/13.721 referente à transformação de Fundo de Investimento Multimercado Crédito Privado em Fundo de Investimento em Empresas Emergentes, tendo como relator o Diretor Marcos Pinto;
- b. RJ2009/8.053 referente à possibilidade de FICFIs investirem em cotas de FICFIPs, relatado pela SIN;
- c. RJ2009/12.749 relativo à infração ao art. 86, § 10, II (limites de concentração) da Instrução CVM Nº 409 devido à aquisição pelo Fundo North Fork Multimercado de Crédito Privado de quotas de fundo de investimento de participações (FIP).

29. Na decisão do primeiro processo, o relator entendeu que a transformação seria possível pois:

- i. o art. 119-A da Instrução CVM nº 409/04 determina que as regras dessa instrução sejam aplicadas a todos os fundos de investimento, desde que não conflitem com as regras específicas destes fundos;
- ii. o art. 47, III, da Instrução CVM nº 409/04 autoriza a transformação de fundos de investimento e confere à assembleia geral dos quotistas a competência para aprová-la;
- iii. como a Instrução CVM nº 209/94 não dispõe a respeito do assunto, a transformação de um fundo multimercado em fundo de empresas emergentes é possível, desde que observadas as regras da Instrução CVM nº 409/04.

30. O segundo diz respeito à possibilidade de fundo de investimento em quotas de fundos de investimentos (FICFI) investirem em quotas de FICFIPs, no caso de FICFI exclusivo para investidor qualificado. O Art. 112, § 6º da Instrução CVM Nº 409 dispõe sobre os fundos nos quais os fundos (de quotas) exclusivos para investidores qualificados poderiam investir. A lista inclui o FIP, mas não menciona o FICFIP. O Colegiado ponderou que a ausência de previsão no § 6º do art. 112 da possibilidade de aplicação em cotas de FICFIPs constitui um erro material que não encontra qualquer justificativa razoável. Por isso, afastando-se a interpretação meramente literal do dispositivo, deve-se prestigiar as finalidades da norma e reconhecer-se, nessa direção, a possibilidade de os FICFIs investirem em cotas de FICFIPs. Adicionalmente, o Colegiado determinou à Superintendência de Desenvolvimento de Mercado – SDM que avaliasse, no âmbito da reforma da Instrução 409/04, a conveniência de alterar o disposto no § 6º do art. 112 para corrigir o erro material ora identificado.

31. O terceiro caso envolvia os limites de concentração para fundos para investidores qualificados. O Colegiado entendeu que os limites do Art. 86, § 10, II não alcança os fundos destinados a investidores superqualificados, referidos no art. 110-B da Instrução CVM nº 409, de 2004, nem os fundos exclusivos, regulados pelo art. 111-A da mesma Instrução. O Diretor Marcos Pinto esclareceu que esses fundos estão expressamente dispensados da observância dos limites de concentração por emissor previstos no art. 86, § 10, II, conforme os seguintes dispositivos da própria Instrução CVM nº 409, de 2004 deixam claro:

- a. "Art. 110-B Os regulamentos dos fundos de que trata este Capítulo que exijam investimento mínimo, por investidor, de R\$ 1.000.000,00 (um milhão de reais), poderão prever:
 - i. a não observância dos limites de concentração por emissor e por modalidade de ativo financeiro estabelecidos nos artigos 86 e 87; e
 - ii. a aplicação ilimitada de recursos no exterior, hipótese em que o fundo deverá acrescentar à sua denominação a expressão "Investimento no Exterior".
- b. Art. 111-A. Consideram-se "Exclusivos" os fundos para investidores qualificados constituídos para receber aplicações exclusivamente de um único cotista."

O Diretor Marcos Pinto concluiu que o Fundo North Fork de Investimento Multimercado Crédito Privado não estava desenquadrado ao adquirir quotas de FIP, pois não se aplicariam a este tipo de fundo/investidor as regras de concentração do art. 86, §10, II da Instrução CVM Nº 409. O Ofício Circular CVM/SIN/Nº 3/2011 de 22 de agosto de 2011 comunicou ao mercado este entendimento da CVM.

32. Apesar da topologia pouco convencional do art. 119-A como último artigo do Capítulo XV da Instrução CVM Nº 409, referente às Penalidades, não há dúvida quanto à interpretação que esta Autarquia tem dado ao alcance dele, conforme fica claro no voto da lavra do Diretor Otavio Yazbek no Processo RJ2011/2514 de 22 de março de 2011:

"É vale reiterar neste ponto a natureza da relação entre a Instrução CVM n. 409/04 e as regras especiais, vigentes para determinados fundos. O art. 1º da citada Instrução destaca, já no caput, que ela "dispõe sobre normas gerais que regem a constituição, a administração, o funcionamento e a divulgação de informações dos fundos de investimento e fundos de investimento em cotas de fundo de investimento". O § 1º do mesmo dispositivo assevera que se excluem do regime daquela Instrução os fundos relacionados nos incisos seguintes, "regidos por regulamentação própria". O art. 119-A, por fim, dispõe que a Instrução "aplica-se a todo e qualquer fundo de investimento registrado junto à CVM, no que não contrariar as disposições das normas específicas aplicáveis a estes fundos". A única interpretação que entendo possível, aqui, é a que reconhece que as exceções relacionadas no § 1º do art. 1º apenas vigoram para os pontos tratados pela "regulamentação própria" de cada modalidade. Inexistindo regra específica, vigora o regime geral, como aqui ocorre."

Portanto, a Instrução CVM Nº 409 se impõe como norma geral para reger os demais fundos naquilo em que não contrariar regra específica do fundo em análise, no caso em tela, FIPs e FICFIPs.

33. Passo agora a discutir o caso específico do processo em tela. Inicialmente é importante caracterizar o Fundo cuja transformação foi impugnada pela Área Técnica. É um fundo fechado, voltado para investidores superqualificados nos termos do Art. 110-B da Instrução CVM Nº 409, i.e., o investimento mínimo no Fundo é de R\$ 1.000.00,00.

34. A revisão acerca do disposto sobre transformação dos fundos regulados pela CVM indica que, nos momentos em que o interesse público deveria prevalecer sobre a vontade privada, a saber, nos casos dos Fundos Funcine e dos Fundos de Privatização FGTS, as Instruções foram claras na vedação à transformação da natureza do fundo. Não me parece ser este cuidado necessário quando estamos lidando com investidores superqualificados, em fundos fechados cuja política de investimento não está nem mesmo sujeita aos limites de concentração dos artigos 86 e 87 da Instrução CVM Nº 409.

35. Os precedentes desta Autarquia também são claros em permitir esta transformação conforme demonstram o voto do Relator Marcos Pinto nos processos mencionados acima e na interpretação do Diretor Otavio Yazbek no processo RJ2011/2514 acerca da extensão do art. 119-A da Instrução CVM Nº 409.

36. Ademais a decisão do Colegiado no Processo RJ2009/8053 ao permitir FICFIMs, desde que destinados exclusivamente a investidores qualificados, adquirirem cotas de FICFIPs, autorizou o investimento de FICFIM em FICFIP. Não há, portanto, razão para não permitir que o próprio FICFIP se transforme num FICFIM. Pensar de forma diferente não se coaduna com a lógica desta decisão do colegiado.

37. Na mesma lógica, não haveria razão para impedir a transformação do FIP em fundo FIA, este último, aliás, até mais próximo da natureza de um FIP, em linha também com a decisão do Processo 2010/12484 julgado em 28/8/2012.

38. O fato do art. 39 da Instrução CVM Nº 391, que rege os fundos FIP e FICFIP, apenas prever a transformação de fundos de investimento em condomínio fechado e de fundos mútuos de investimento em empresas emergentes (FIEE) em FIP e FIPFIC, não impede que o caminho inverso seja tomado (ou que a opção seja por um FICFIA). O que o legislador quis deixar claro foi que os fundos antes utilizados para investimento em participações acionárias constituídos na forma de fundos de investimento fechados e FIEE por falta de uma regulamentação específica para fundos de participações, poderiam, agora, diante da nova categoria de fundos criada para atender esta demanda, escolher migrar para nova modalidade de fundo de participação, mais adequada aos seus objetivos.

39. Proponho, portanto, que o colegiado confirme o entendimento de que a transformação pretendida está de acordo com a regulamentação em vigor e que o presente processo seja devolvido à SIN para que siga o seu curso.

É como voto.

Rio de Janeiro, 11 de setembro de 2012

Ana Dolores Moura Carneiro de Novaes

Diretora-Relatora

[1](#) O Art. 39 desta instrução permite a transformação de fundos de investimento em títulos e valores mobiliários e de fundos de investimento em empresas emergentes para fundos FIP ou FICFIP

[2](#) Regra semelhante também estava disposta em Circulares anteriores, como a 2.594.