



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

Ofício Interno nº 8/2023/CVM/SMI

Rio de Janeiro, 02 de março de 2023.

Ao Senhor
Alexandre Pinheiro dos Santos
Superintendente Geral da
Comissão de Valores Mobiliários

Assunto: **Participação de entidade administradora de mercado
organizado no capital de terceiros
Artigos 11, 12 e 13 da Resolução CVM nº 135/2022**

Senhor Superintendente Geral,

1. Em 08 de setembro de 2022, a B3 S.A. - Brasil, Bolsa, Balcão (“B3”) protocolizou pedido de dispensa de autorização para investimento, por meio de aquisição de cotas, em Fundo de Investimento em Participações (“FIP”) denominado L4 Venture Builder Fundo de Investimento em Participações Multiestratégia - Investimento no Exterior (o “L4 VB”), com base na ressalva prevista no art. 12 da Resolução CVM nº 135/2022 (“RCVM 135/22”).
2. Na oportunidade, a B3 esclareceu que seria a única quotista do L4 VB, veículo que teria a estrutura típica de um fundo de investimento em participações classificado como entidade de investimento nos termos dos artigos 4º e 5º da Instrução CVM nº 579/2016 e que a B3 poderia designar dois dos três membros do Comitê de Investimentos do fundo, mas não deteria participação societária direta nas investidas do L4 VB e não atuaria na administração e gestão das sociedades investidas.
3. A B3 também informou que o fundo faria emissão de até 600.000 (seiscentas mil) cotas, com preço de emissão equivalente a R\$ 1.000,00 (mil reais), totalizando até R\$ 600.000.000,00 (seiscentos milhões de reais), contando com período de investimento de 5 (cinco) anos e de desinvestimento de 2 (dois) anos. As cotas seriam distribuídas

por meio de oferta pública realizada em lote único e indivisível, somente à B3, com dispensa de registro na CVM, conforme o disposto no artigo 5º, inciso II, da ICVM nº 400 (dispensa também prevista na nova Resolução CVM nº 160 de 13.07.2022, em seu artigo 8º, inciso IV).

4. O Quadro I resume a estrutura do L4 VB, conforme informado pela B3:

Administradora	TMF Brasil Serviços de Administração de Fundos Ltda.	
Gestora	Ahead Ventures Gestão de Recursos e Consultoria Ltda.	
Comitê de Investimentos	Três membros, sendo 2 indicados pela B3 e um indicado pela Ahead	Funções do comitê de investimentos: - discutir metas e diretrizes de investimento e desinvestimento do fundo; - deliberar sobre os projetos e propostas de investimento e desinvestimento do fundo (aquisição, venda, fusão, incorporação, cisão ou liquidação); - discutir acerca da antecipação do término do período de investimento do fundo e submeter à aprovação do cotista proposta acerca de eventual prorrogação do período de investimento; e - aprovar e discutir as datas em que deverão ser realizadas as chamadas de capital.

<p>Consultoria Independente</p>	<p>L4 Soluções de Consultoria Estratégica de Inovação Ltda.</p>	<p>Funções da consultoria independente:</p> <ul style="list-style-type: none"> - auxiliar a gestora do fundo na avaliação do impacto das investidas nos segmentos de atuação do L4 VB; - prospectar, analisar, avaliar e submeter à apreciação da gestora e/ou do Comitê de Investimentos do fundo, oportunidades de investimento e desinvestimento; - acompanhar o desempenho e gestão dos projetos e das investidas; - auxiliar a gestora do fundo, conforme necessário, na manutenção da efetiva influência na definição da política estratégica e na gestão das investidas.
---------------------------------	---	---

5. A B3 destacou que os investimentos do fundo ocorreriam por meio da aquisição, pelo L4 VB, de ações, quotas, bônus de subscrição, debêntures simples e outros valores mobiliários conversíveis ou permutáveis em ações, em especial o mútuo conversível que se apresentaria como uma estrutura bastante utilizada para investimentos em empresas menos maduras. O L4 VB teria como alvos sociedades limitadas ou companhias abertas ou fechadas, sediadas no Brasil ou no exterior, e que tivessem por objeto principal o desenvolvimento de atividades conexas ou assemelhadas às da B3 em um dos seguintes segmentos:

- (a) mercado de energia;
- (b) mercado de carbono;
- (c) decentralized finance (DeFi);
- (d) tokenização de ativos;
- (e) serviços para as áreas de consórcios/consignado/seguros;
- (f) serviços de cadastro para o mercado financeiro;
- (g) serviços para Fintechs/Neobanks;
- (h) crowdfunding;
- (i) pre-IPO market;
- (j) plataformas de negociação no mercado secundário de participações em companhias de pequeno porte;
- (k) câmbio;
- (l) meios de pagamento.

6. No entendimento da B3, a subscrição e integralização das cotas do L4 VB prescindiriam de autorização por parte da CVM, uma vez que o investimento no fundo seria caracterizado como investimento financeiro nos termos do artigo 12 da RCVM 135/22.
7. A SMI tem entendido que o artigo 12 da RCVM 135/22 dispensa a necessidade de concessão de autorização pela CVM para que entidades administradoras de mercado organizado adquiram participações societárias que sejam classificadas como investimentos financeiros. No entendimento desta Superintendência, aliás, a esses investimentos não se aplicaria a necessidade de que as atividades da investida fossem conexas ou assemelhadas às da entidade administradora de mercado.
8. Ademais, a SMI tem considerado que a realização de investimentos financeiros não caracteriza o exercício de uma atividade pela entidade administradora, não se lhe aplicando, portanto, o disposto no inciso V do artigo 11 da RCVM 135/22.
9. No caso do L4 VB, a SMI não estava segura de que a subscrição das quotas do fundo pudesse ser classificada como investimento financeiro, tendo solicitado a opinião técnica da Superintendência de Normas Contábeis (“SNC”) quanto à caracterização do fundo por meio do Ofício Interno nº 23/2022/CVM/SMI (1628223).
10. A SMI indagou especificamente se o L4 VB, nos termos da minuta de seu regulamento, reunia as características que permitiriam classificá-lo como uma entidade de investimento, bem como os efeitos contábeis de uma eventual descaracterização do veículo como entidade de investimento. Também foi solicitada opinião da SNC sobre as características do comitê de investimentos em face do papel atribuído à entidade responsável pela gestão do fundo.
11. O objetivo da SMI era o de identificar, se existentes, atributos que permitiriam concluir pela necessidade de autorização específica da CVM para a participação da B3 no fundo, nos termos do disposto no inciso V do artigo 11 da RCVM 135/22.
12. Em resposta, a SNC, por meio do Parecer Técnico nº 10/2022/CVM/SNC/GNC (1645558), concluiu haver evidências, principalmente no regulamento do fundo, que afastariam a qualificação do fundo como entidade de investimento, conforme requer a Instrução CVM nº 579/2016.
13. A SNC declarou, ainda, que, de forma material e na essência, não vislumbrara diferença entre a estrutura de investimento proposta por meio do fundo e a realização direta dos investimentos pela B3 (existência de coligadas e/ou controladas), considerando que a influência ou o controle sobre as principais decisões estratégicas e financeiras das investidas em ambas as situações seriam detidos pela B3.
14. Em face das conclusões do Parecer Técnico da SNC, esta SMI solicitou, por meio do Ofício nº 59/2022/CVM/SMI (1641826), que a B3 fizesse alterações no regulamento do fundo de modo a torná-lo aderente às disposições da Instrução CVM nº 579/2016.
15. Por meio de correspondência protocolizada em 28 de dezembro de 2022, a B3 destacou que sua intenção sempre foi “manter o L4 VB como entidade de investimentos, com ampla discricionariedade do gestor para investimento em *start-ups* e/ou *scale-ups*, gerando retorno financeiro para a B3, sendo de fato uma estrutura que não se confunde com aquela que a B3 detém para realização a aquisição direta de participação no capital social de terceiros (M&A).”

16. Nesse sentido, a B3 apresentou nova minuta de regulamento do L4 VB com alterações nas atribuições e na composição do comitê de investimentos e na estratégia de desinvestimento do fundo.

17. À vista disso, a SMI solicitou novamente à SNC sua avaliação técnica sobre a aderência do regulamento alterado do FIP L4 VB às disposições da Instrução CVM nº 579/2016, bem como a manifestação daquela Superintendência acerca da adequação das alterações em face dos apontamentos contidos no antes mencionado Parecer Técnico nº 10/2022/CVM/SNC/GNC.

18. No Parecer Técnico nº 02/2023/CVM/SNC/GNC (1684340), a SNC afirma que apesar de entender que as alterações propostas pela B3 no regulamento do FIP L4 terem trazido melhorias em se tratando do alinhamento ao conceito de entidade de investimento, ainda existem aspectos que não estão consistentes com o conceito de entidade de investimento previsto na ICVM 579, notadamente: (i) decisões da Assembleia Geral; (ii) amortizações de cotas; e (iii) liquidação do fundo.

19. De fato, a SNC entende haver “evidências de que o FIP L4 não se apresenta ao mercado como uma entidade de investimento, não possuindo o objetivo de fornecer investimentos para a valorização de capital no médio prazo. Pelo contrário, a estratégia de investimento do FIP L4 está atrelada a aquisição de negócios vinculados aos negócios da B3, com o objetivo de promover negócios ou produtos que não se afastem das atividades core ou assemelhadas da B3. Dessa forma, fica evidente que o interesse da B3 na estruturação do fundo vai além da valorização de capital, buscando benefícios dos investimentos nas entidades que possam ter sinergias com os atuais negócios desenvolvidos pela B3. Ademais, nos parece que esse fundo está sendo estruturado pela própria B3 e para atender aos interesses únicos dela, que é o único cotista.”

20. Para chegar a essa conclusão, a SNC destacou trecho de notícia publicada na página da B3 na rede mundial de computadores (“B3 lança fundo L4 Venture Builder para investir em startups” - 1729401) em que a entidade administradora afirma que a criação do fundo dará “continuidade à estratégia da B3 de inovação em seu negócio principal e de crescimento em outras frentes e se soma ao portfólio de Novos Negócios que está sendo construído”. Mencionou, ainda, a resposta da B3 ao Ofício nº 59/2022/CVM/SMI segundo a qual o objetivo do FIP L4 é a promoção de investimentos financeiros em novas iniciativas, facilidades, produtos ou negócios diretamente ou indiretamente relacionados ao mercado financeiro e de capitais, permitindo que a B3 faça investimentos que não se afastem de suas atividades core ou assemelhadas.

21. No entender da SNC, tais objetivos conflitam com o disposto no parágrafo B85B do CPC 36, segundo o qual “A definição de entidade de investimento **exige que o propósito ou objetivo da entidade seja o de investir exclusivamente para valorização de capital, obtenção de receitas de investimentos (tais como dividendos, juros ou receita de aluguel) ou ambos.**”

22. Quanto ao tratamento contábil a ser dado pela B3 ao FIP Le VB, a SNC observou que “se atendidos os quesitos da ICVM 579 para fins de classificação do fundo como entidade de investimento, ainda restaria avaliar se a B3, em essência, controla o fundo. Esse caso poderia ser exemplificado pelo gestor atuando como agente do único cotista, que seria o principal. Ou seja, a qualificação do fundo como uma entidade de investimento não afasta a análise efetuada pela B3 sobre se ela controla o fundo. Em controlando, ela deverá consolidar o fundo, mesmo que este seja uma entidade de investimento.”

23. Em sequência, a B3 protocolizou correspondência por meio da qual desistiu do pedido de dispensa de autorização para subscrição das quotas do fundo e solicitou aprovação para o investimento no L4 VB, possibilitando a subscrição e integralização de cotas do L4 VB no montante de até R\$ 600 milhões.

24. Adicionalmente, a B3 reiterou seu pedido de dispensa para realização de investimentos pelo L4 VB, mas propôs que a dispensa não se aplique aos investimentos do fundo que atendam cumulativamente aos seguintes critérios:

- (i) investimentos superiores ao montante de R\$ 100 milhões; e
- (ii) investimentos nos quais o L4 VB tenha controle societário da investida.

25. A B3 também se compromete a solicitar autorização prévia da CVM caso venha a realizar aportes financeiros no L4 VB que ultrapassem o montante previsto de R\$ 600 milhões.

26. Em conformidade com procedimentos estabelecidos, a Diretoria Executiva de Governança e Gestão Integrada da B3 elaborou relatório de perfil de risco do investimento no fundo L4 VB, em cuja conclusão se lê que os riscos são de nível residual baixo, considerando os aspectos financeiros, regulatórios, posicionamento estratégico e reputacional da B3, além dos processos e os controles previstos.

Tabela I - Classificação dos riscos identificados pela Diretoria de Governança e Gestão Integrada da B3 às atividades reguladas desempenhadas pela B3 em decorrência da subscrição de quotas do L4 VB

Evento de Risco	Impacto	Probabilidade
Impacto reputacional para a B3 ocasionado pelo investimento no L4 VB	Moderado	Baixa
Falha no atendimento a dispositivos legais ou regulamentares pela B3 ocasionada pelo investimento no L4 VB	Moderado	Baixa
Impacto financeiro para a B3 ocasionado pelo investimento no L4 VB	Extremo	Baixa

Falha na execução de processos e na prestação de serviços da B3 ocasionada pelo investimento no L4 VB	Não aplicável
---	---------------

Fonte: B3

27. Dentre os riscos identificados, destaca-se o financeiro cujo impacto pode ser extremo para B3, embora a probabilidade de materialização tenha sido considerada baixa. O risco contempla o não atingimento dos objetivos estratégicos do L4 VB, custos para execução dos serviços prestados, e, no limite, a materialização de riscos financeiros advindos de processos judiciais.

28. A perda financeira ocasionada pela desvalorização da quota do fundo é um fator de risco para o qual há diversas ações mitigatórias dentre as quais a diversificação da carteira e a governança do fundo com papéis bem definidos para o comitê de investimentos, o gestor, o consultor e o administrador do fundo.

29. Adicionalmente, importa destacar que conquanto o investimento programado seja de valor expressivo (R\$ 600 milhões), o caixa da entidade administradora ao final do terceiro trimestre de 2022 totalizava R\$ 19 bilhões, dos quais R\$ 11,2 se referiam ao caixa próprio, ou seja, recursos em caixa e aplicações financeiras. A geração de caixa operacional trimestral da B3 girou em torno de R\$ 1,7 bilhão no ano de 2022 (até o terceiro trimestre), o que equivale a quase três vezes o investimento previsto.

30. Ainda mais importante, o caixa global restrito para fazer frente a necessidades operacionais da B3 é de aproximadamente R\$ 7 bilhões, com alocação conservadora de R\$ 4 bilhões além do montante definido pela regulamentação vigente e pelos normativos da própria B3. Tais valores têm sido reportados nas inspeções periódicas realizadas pelos reguladores na B3 e não têm sido objeto de contestação, seja pelo BCB, seja pela CVM.

31. Em suma, considerando:

- (i) que os riscos da realização do investimento foram devidamente identificados e a existência de mitigadores adequados para tais riscos; e
- (ii) que a necessidade de obtenção de autorização prévia para a realização por intermédio do fundo de investimentos de valores superiores a R\$ 100 milhões e que lhe confirmam o controle societário da investida preserva a competência da CVM de avaliar individualmente operações cujas características importem à autarquia do ponto de vista regulatório,

a SMI entende que a autorização solicitada pode ser concedida.

32. A SMI destaca, no entanto, a opinião emitida pela SNC nos termos do Parecer Técnico nº 02/2023/CVM/SNC/GNC de que “independentemente da classificação do FIP L4 como entidade de investimento, a B3 continua vinculada aos procedimentos de consolidação dispostos no CPC 36, devendo avaliar se controla o FIP L4, seja o poder de controle exercido diretamente por ela ou através de um agente. Para enfatizar, mesmo que o FIP L4 fosse eventualmente classificado como uma entidade de investimento, isso não afastaria a aplicação do CPC 36 pela B3, especificamente quanto a aplicação do item 33.”

33. Ante o exposto e tendo em vista a competência específica da CVM em relação ao tema, a SMI manifesta-se favoravelmente ao deferimento do pedido formulado pela B3 e sugere que o caso seja levado à deliberação do Colegiado da CVM, ocasião em que esta Superintendência se coloca à disposição para assumir sua relatoria, caso essa Superintendência Geral entenda conveniente e oportuno.

Respeitosamente,

Francisco José Bastos Santos
Superintendente de Relações com o Mercado e Intermediários

À EXE,
para as providências necessárias.

Alexandre Pinheiro dos Santos
Superintendente Geral



Documento assinado eletronicamente por **Francisco José Bastos Santos, Superintendente**, em 02/03/2023, às 10:41, com fundamento no art. 6º do Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015.



Documento assinado eletronicamente por **Alexandre Pinheiro dos Santos, Superintendente Geral**, em 02/03/2023, às 12:21, com fundamento no art. 6º do Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015.



A autenticidade do documento pode ser conferida no site https://super.cvm.gov.br/conferir_autenticidade, informando o código verificador **1730130** e o código CRC **7E812E04**.
*This document's authenticity can be verified by accessing https://super.cvm.gov.br/conferir_autenticidade, and typing the "Código Verificador" **1730130** and the "Código CRC" **7E812E04**.*