



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

PROCESSO ADMINISTRATIVO CVM Nº 19957.003483/2020-85

Reg. Col. nº 1849/2020

Interessados: BRL Trust Distribuidora de Títulos e Valores Mobiliários S.A.
Vert Gestora de Recursos Financeiros Ltda.
OMNI Fundo de Investimento em Direitos Creditórios Não Padronizados II

Assunto: Pedido de dispensa de requisitos normativos para Fundo de Investimento em Direitos Creditórios Não-Padronizados - Instrução CVM nº 356/2001

Diretor: Gustavo Machado Gonzalez

MANIFESTAÇÃO DE VOTO

I. INTRODUÇÃO

1. Trata-se de pedido de dispensa de requisitos normativos para estruturação de um Fundo de Investimento em Direitos Creditórios Não-Padronizados (FIDC-NP) destinado a adquirir direitos creditórios não padronizados originados por empréstimos concedidos por instituições financeiras a pessoas físicas ou jurídicas, e que estarão vencidos e não pagos no momento da aquisição pelo Fundo¹.
2. O Administrador do Fundo solicita a dispensa da observância dos seguintes dispositivos:
 - (a) artigo 38, inciso VII, da Instrução CVM nº 356/2001, segundo o qual pagamentos relativos aos títulos custodiados devem ser recebidos diretamente em **(i)** uma conta de titularidade do fundo ou **(ii)** uma conta vinculada (*escrow account*²); e

¹ Os termos iniciados em letra maiúscula utilizados nesta manifestação e que não estiverem aqui definidos têm o significado que lhes foi atribuído no Memorando nº 9/2020-CVM/SIN/GIES.

² Artigo 38, VII, “b”: “conta especial instituída pelas partes junto a instituições financeiras, sob contrato, destinada a acolher depósitos a serem feitos pelo devedor e ali mantidos em custódia, para liberação após o cumprimento de requisitos especificados e verificados pelo custodiante (*escrow account*)”.



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

- (b) artigo 38, §7º, I e II, da Instrução CVM nº 356/2001, segundo o qual o custodiante não poderá contratar o originador ou o cedente para a prestação de serviços de verificação de lastro dos direitos creditórios e de guarda da documentação.
3. Embora o Colegiado tenha, por meio da Deliberação CVM nº 782/2017, delegado à SIN competência para dispensar certos requisitos previstos na regulamentação dos FIDC-NP, o caso é trazido diretamente ao Colegiado, e não em sede de recurso, uma vez que (i) a referida Deliberação não delegou à SIN competência para dispensar o cumprimento do disposto no artigo 38, inciso VII, e §7º, inciso I, da Instrução CVM nº 356/2001; e (ii) o Fundo não pretende cumprir os requisitos estabelecidos no inciso IV da Deliberação CVM nº 782/2017.
4. A toda evidência, o fato de a dispensa não estar prevista em ato já editado e de o participante não pretender atender todos os requisitos previstos em deliberação na qual o colegiado delegou à área técnica competência para, sozinha, dispensar requisitos normativos não constituem óbice intransponível para a concessão da dispensa; significam, somente, que a dispensa não poderá ser dada diretamente pelo corpo técnico e terá que ser apreciada pelo Colegiado, órgão máximo da autarquia. O Colegiado, que tem competência exclusiva para editar novos normativos ou alterar os existentes, pode, sempre que considerar oportuno, dispensar, de modo devidamente fundamentado, o cumprimento de requisitos regulamentares, condicionando ou não a concessão das dispensas à adoção de salvaguardas que porventura entender necessárias para o bom funcionamento do mercado e a proteção dos investidores.
5. Em sua manifestação, a SIN recomenda ao Colegiado que indefira as dispensas requeridas. Especificamente no tocante à dispensa do cumprimento do disposto no art. 38, VII, da Instrução CVM nº 356/2001, a área técnica recomenda que o Colegiado mantenha o entendimento exarado em recente precedente³ (o “Caso Weel”), no sentido de avaliar o assunto no âmbito da audiência pública que está em elaboração, conforme agenda regulatória da CVM.
6. Preparei essa manifestação de voto para expor as razões pelas quais divirjo do entendimento da área e julgo que as dispensas requeridas devem ser concedidas.

³ Processo SEI nº 19957.005955/2019-09 – FIDC NP Weel.



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

II. ANÁLISE DAS DISPENSAS PLEITEADAS E NÃO CONCEDIDAS

II.1. Artigo 38, inciso VII, da Instrução CVM nº 356/2001

7. O Administrador do Fundo requer dispensa do cumprimento do artigo 38, VII, da Instrução CVM nº 356/2001, com o intuito de permitir o recebimento de parte dos pagamentos dos Direitos Creditórios em conta corrente de titularidade da Cedente.

8. Ao contrário do que defende a SIN, entendo que as características do caso o diferenciam de modo significativo do Caso Weel. Naquele caso, havia uma grande pulverização de cedentes e previa-se, como modo de proteção aos riscos advindos da dispensa, a adoção de procedimentos e controles. Ademais, os recursos seriam permanentemente recebidos na conta corrente dos cedentes. O caso, em resumo, envolvia uma avaliação mais genérica sobre quais as contrapartidas, em termos de regras, procedimentos e controles internos, deveriam ser exigidas para a flexibilização da regra do inciso VII do artigo 38 da Instrução CVM nº 356/2001, exercício que, segundo a nossa decisão naquele momento, seria mais apropriado fazermos no âmbito da reforma normativa que regula os FIDCs, cujo início da audiência pública está prevista para este ano.

9. O caso em tela tem características diversas:

- (a) **Direitos Creditórios/ titularidade das contas:** o Fundo ora em análise propõe investir exclusivamente em ativos financeiros originados por instituições financeiras, enquanto o FIDC do Caso Weel investe em ativos mercantis (duplicatas). Assim, naquele caso, as contas correntes receptoras de recursos seriam de titularidade de múltiplos cedentes de pequeno e médio porte; nesse, as contas seriam de titularidade da Cedente, instituição financeira regulada.
- (b) **Controle informacional:** em razão da natureza do lastro, é possível ter razoável segurança com base em controles muito mais simples do que aqueles propostos no precedente. Os boletos relativos a direitos creditórios que serão cedidos ao Fundo foram majoritariamente por dois bancos que atuam como agentes de recebimento. Esses agentes de recebimento informam a Cedente, todo dia útil, por meio de relatórios específicos, sobre quais boletos foram parcialmente ou integralmente liquidados. O pedido de dispensa propõe que esses agentes sejam instruídos, de forma irrevogável e irretratável, a encaminhar os referidos relatórios para o Custodiante. Com isso, será possível ao Custodiante, de forma independente, apurar quais valores recebidos nas Contas Cedente são originados dos Direitos Creditórios de titularidade do Fundo.



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

A bem da verdade, esse controle não afasta o risco de fungibilidade entre os recursos do Fundo e aqueles de titularidade da Cedente. O pedido de dispensa informa que, com o objetivo de mitigar esse risco, serão tomadas providências contratuais e contábeis para segregar recursos referentes aos Direitos Creditórios do Fundo que venham a ser recebidos nas Contas Cedente daqueles que sejam de titularidade da Cedente. Embora me pareça evidente que tais procedimentos não são aptos a afastar totalmente o risco de fungibilidade, o Custodiante, por meio dos relatórios, será capaz de fazer um monitoramento eficaz e apurar o exato valor dos créditos a receber pelo Fundo; em casos extremos, o Fundo terá um direito de crédito contra a Cedente referente aos Direitos Creditórios de sua titularidade recebidos nas Contas Cedente que não lhe forem repassados.

- (c) **Caráter temporário da Dispensa:** no caso do Fundo, o recebimento dos recursos relativos aos direitos creditórios na conta corrente do cedente é temporário e decrescente ao longo do tempo. Após o início das atividades do Fundo, os novos boletos a serem emitidos após as renegociações com os devedores (que são frequentes) já serão emitidos para as contas do Fundo. O pedido de dispensa estima, com base no histórico, que o percentual de direitos creditórios recebido pelas contas da cedente cairá rapidamente, vindo a se tornar parcela minoritária em cerca de 3 meses e representar menos de 10% da carteira após o primeiro aniversário da abertura das contas vinculadas.

II.2. Artigo 38, §7º, I e II, da Instrução CVM nº 356/2001

10. O Administrador do Fundo requer dispensa do cumprimento do artigo 38, §7º, I e II, da Instrução CVM nº 356/2001, com a finalidade de permitir que a Cedente ou a originadora efetue a guarda de documentos comprobatórios dos Direitos Creditórios.

11. O artigo 38 da Instrução CVM nº 356/2001 estabelece que a guarda dos documentos comprobatórios de direitos creditórios adquiridos por um FIDC é de responsabilidade do custodiante (incisos V e VI), mas o autoriza a terceirizar essa atividade, desde que o contratado não seja o originador, o cedente, o consultor especializado ou o gestor do fundo, nem suas respectivas partes relacionadas (art. 38, §§6º e 7º).

12. Ao longo dos anos, o Colegiado da CVM concedeu diversas dispensas, condicionadas à observância de certas exigências, para permitir que o cedente efetuasse a guarda dos documentos



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

comprobatórios dos direitos creditórios, tendo em 2017 delegado competência à SIN para dispensar o cumprimento do referido requisito normativo em situações similares àquelas já examinadas pelo Colegiado (Deliberação CVM nº 782/2017).

13. A primeira diferença significativa desse caso para os precedentes decorre do fato de o pedido de dispensa envolver, também, o inciso I do art. 38, de modo a que a guarda dos documentos possa ser feita não só pelo cedente, mas também pelo originador.

14. Julgo não haver razão para que a dispensa não possa abranger também o inciso I do §7º do artigo 38 da Instrução CVM nº 356/2001. A meu ver, os mesmos motivos que justificam a autorização para que os documentos comprobatórios permaneçam na posse dos cedentes servem de fundamento para que se estenda tal autorização também para os originadores dos direitos creditórios, especialmente quando se considera que os originadores são instituições financeiras, sujeitas às exigências normativas e à supervisão do Banco Central do Brasil.

15. A questão principal, julgo eu, está associada ao fato de o Fundo não pretender cumprir os requisitos estabelecidos no inciso IV da Deliberação CVM nº 782/2017, quais sejam, (i) que as cotas do Fundo sejam destinadas a um investidor único ou a um grupo econômico específico (assim entendido aquele que possui controlador comum e interesse único e indissociável); e (ii) que haja expressa vedação para negociação secundária das cotas do Fundo.

16. Ressalto, inicialmente, que, por se tratar de um FIDC-NP, o Fundo será exclusivamente destinado a investidores profissionais. Embora se pleiteie a possibilidade de negociação no mercado secundário, as negociações ficarão restritas a esse tipo de investidor. Nesse sentido, o artigo 4º da Instrução CVM nº 444/2006 estabelece que “os fundos regulados por esta Instrução somente poderão receber aplicações, bem como ter cotas negociadas em mercado secundário, quando o subscritor ou o adquirente das cotas for investidor profissional, conforme definido em regulamentação específica”.

17. É claro que esse fato, por si só, não autoriza a concessão da dispensa pleiteada. Afinal de contas, a Instrução CVM nº 444/2006, e o seu artigo 4º, na redação acima transcrita, já vigiam quando da edição da Deliberação CVM nº 782/2017. Parece-me, contudo, relevante avaliar, no âmbito da revisão do regime dos fundos de direitos creditórios, se os requisitos do inciso IV são realmente necessários para todas as dispensas ali previstas.

18. No meu sentir, as contrapartidas previstas na Deliberação CVM nº 782/2017 não devem ser vistas como um bloco, podendo ser moduladas a depender dos novos riscos criados pelas



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

dispensas pleiteadas. Assim, quando as dispensas requeridas, vistas em sua totalidade, levarem a desvios significativos em relação ao regime padrão, é razoável que a concessão esteja condicionada à adoção de todas as proteções previstas na deliberação – em especial a exigência de que o FIDC seja destinado a um único cotista ou grupo econômico. Já em cenários em que os riscos criados pelas dispensas requeridas são mapeados e, em certa medida, mitigados, não vejo razão para não se permitir a negociação entre profissionais⁴.

19. O caso dos autos ilustra bem esse caso, pois as características do Fundo e das dispensas requeridas justifica, a meu ver, o deferimento do pedido nos termos formulados. No meu julgamento, existem elementos no caso que o distinguem do precedente acima referido e que justificam a concessão das dispensas requeridas. Destaco, em primeiro lugar, o fato de que todos os direitos creditórios serão originados e cedidos por instituições financeiras, fiscalizadas pelo Banco Central do Brasil. Esse fato, por si só, reduz o risco de que os direitos creditórios adquiridos pelo Fundo sejam originados ou cedidos de forma fraudulenta, muito embora saibamos que, no passado recente, algumas das mais graves fraudes envolvendo FIDC ocorreram em casos com instituições financeiras. Outro ponto importante é que, em linha com o previsto na Deliberação CVM nº 782/2017, todos os contratos de cessão de direitos creditórios ao Fundo terão previsão de recompra ou indenização pela cedente na hipótese em que ela não consiga apresentar os documentos que comprovem a existência do direito creditório.

É como voto.

São Paulo, 7 de julho de 2020

Original assinado por

Gustavo Machado Gonzalez

Diretor

⁴ Se há preocupação de que investidores hoje classificados como “profissionais” são, em realidade, incapazes de defender seus interesses, é necessário rever a norma que classifica os investidores ou, no caso de certos investidores institucionais, que o regulador específico, no exercício de suas competências, edite normas dispendo acerca do que aqueles investidores podem ou não comprar.