

Para: SGE
De: GIE/SIN

MEMO/CVM/SIN/GIE/Nº 300/2014
Data: 11/11/2014

Assunto: Pedido de Dispensa de Requisito Normativo – Processo CVM nº RJ-2014-8516

Analista da GIE responsável pelo processo: Danilo Vieira Feitosa

Senhor Superintendente,

Trata-se do pedido de dispensa de aplicação do §2º, do artigo 39, da Instrução CVM nº 356/01, apresentado pela SOCOPA – SOCIEDADE CORRETORA PAULISTA S.A. (“Administradora”), na qualidade de instituição administradora do Z1+ Fundo de Investimento em Direitos Creditórios Não-Padronizados (“Z1+” ou “Fundo”), inscrito no CNPJ sob o nº 10.214.151/0001-04.

Art. 39. A instituição administradora pode, sem prejuízo de sua responsabilidade e do diretor ou sócio-gerente designado, mediante deliberação da assembleia geral de condôminos ou desde que previsto no regulamento do fundo, contratar serviços de:

(...)

§2º. É vedado ao administrador, gestor, custodiante e consultor especializado ou partes a eles relacionadas, tal como definidas pelas regras contábeis que tratam desse assunto, ceder ou originar, direta ou indiretamente, direitos creditórios aos fundos nos quais atuem.

1) Fundo

O Z1+ é um fundo de investimento em direitos creditórios não-padronizados, constituído sob a forma de condomínio fechado, com prazo de duração indeterminado. As cotas do Z1+ são detidas por um único cotista, qual seja, Zfac Comercial Limitada. Os serviços de gestão da carteira do Fundo são prestados pela Integral Investimentos S/A.

Originalmente, o Z1+ foi constituído como fundo de investimento em direitos creditórios, sendo, portanto, regulado pela Instrução CVM nº 356/01. Contudo, buscando maior flexibilidade em seus investimentos, o único cotista do Fundo deliberou, em 20 de dezembro de 2013, através de assembleia geral, transformá-lo em um FIDC-NP, passando o Fundo, assim, a ser regulado também pela Instrução CVM nº 444/06.

Dentre as operações que vinham sendo praticadas pelo Fundo, encontra-se a aquisição de direitos creditórios da Usina Rio Pardo S.A. (“Usina”), uma sociedade anônima fechada, que possui determinados acionistas e administradores em comum com a Zfac Comercial Ltda. (“Zfac”), empresa contratada para prestar serviços de consultoria especializada ao Fundo, nos termos do artigo 39, inciso I, da Instrução CVM nº 356/01.

Os direitos creditórios cedidos pela Usina são originários de suas operações comerciais de fornecimento de cana-de-açúcar e representavam parte significativa do patrimônio líquido e da rentabilidade do Fundo.

A Administradora assevera que, para fins do disposto no CPC nº 5, a Usina e a Consultora Especializada são consideradas partes relacionadas, de forma que estaria vedada a cessão ou a originação, direta ou indiretamente, de direitos creditórios pela Usina, ou quaisquer outras partes relacionadas à consultora especializada, ao Fundo, nos termos do §2º do artigo 39, da Instrução CVM nº 356/01.

2) Considerações da Administradora

Preliminarmente, a Administradora destaca que, sendo um FIDC-NP e, portanto, regido pela Instrução CVM nº 444/06, o Fundo não está imprescindivelmente sujeito a todos os requisitos de funcionamento dos FIDC, estabelecidos pela Instrução CVM nº 356/01.

O artigo 9º da Instrução CVM nº 444/06 prevê expressamente a possibilidade de dispensa da aplicação de tais requisitos. Tal possibilidade justifica-se uma vez que, conforme observado pela CVM, em 2012, no

âmbito do Processo Administrativo nº RJ2011/1448[1], *sempre foi reconhecido [no caso dos FIDC-NP] que se pretendia criar um fundo com tratamento regulatório diferenciado do FIDC, já que o investimento em créditos não-padronizados apresenta "riscos de natureza jurídica ou operacional relevantes que exijam do investidor mais do que a expertise financeira usualmente empregada na análise de modalidades de investimento já assimiladas pelo mercado [...] a motivação para tal previsão foi o reconhecimento de que o FIDC-NP é um fundo com características particulares no qual, desde que cumpridos os requisitos estabelecidos no próprio art. 9º, seria possível a dispensa das disposições da Instrução 356 após a análise do caso específico."* (g.n.)

Assim, para que seja possível a concessão da dispensa, é necessário que, além de ser justificável no caso concreto, sejam observados os requisitos estabelecidos no próprio artigo 9º da Instrução CVM nº 444/06, a saber, o interesse público, a adequada informação e a proteção ao investidor.

Na ocasião da decisão mencionada acima, a CVM entendeu que tais condições estariam preenchidas, uma vez que existia, naquele caso, (a) pleno conhecimento, pelo único investidor, dos investimentos e condições de funcionamento do fundo e (b) vedação à negociação de cotas no mercado secundário.

Essas mesmas condições são preenchidas no caso do Fundo.

O único cotista, Zfac Comercial Ltda., que também é parte relacionada da cedente Usina Rio Pardo S.A., consignou expressamente, por meio de declaração (Anexo I), ter conhecimento dos investimentos do Fundo e de suas condições, autorizando a realização de operações com partes relacionadas à Consultora Especializada, afirmando estar ciente, especificamente, do relacionamento existente entre a Usina e o referido prestador de serviços do Fundo. Cumpre lembrar, nesse âmbito, que o único cotista do Fundo é investidor qualificado, tendo aplicado mais de R\$1.000.000,00 (um milhão de reais) no Fundo desde o seu início. O cotista possui, portanto, capacidade suficiente para entender e decidir, com base nas informações que lhe foram disponibilizadas, os riscos dos investimentos que pretende realizar.

Adicionalmente, nos termos do artigo 14.18 do regulamento do Fundo ("Regulamento"), é vedada a negociação secundária de suas cotas, sendo que qualquer alteração do Regulamento que vise a permitir a transferência ou negociação das cotas no mercado secundário deverá ser precedida do registro da oferta de Cotas na CVM.

A Administradora aduz que a CVM já permite a dispensa automática de diversos requisitos no caso de FIDC-NP destinados a um único cotista ou grupo de cotistas com interesse indissociável, em que a negociação de cotas em mercado secundário seja vedada, conforme disposto na Deliberação CVM nº 535/08.

Além da possibilidade de dispensa facultada pela própria regulamentação, conforme descrita no item acima, a não aplicação do §2º, do artigo 39 da Instrução CVM nº 356/01 às operações do Fundo, exclusivamente no que concerne às operações com partes relacionadas à Consultora Especializada, justifica-se do ponto de vista prático, uma vez que a imposição dessa vedação traria poucos benefícios materiais ao único cotista do Fundo.

Primeiramente, nota-se que o eventual risco de precificação inadequada dos investimentos realizados pelo Fundo em operações com partes relacionadas à Consultora Especializada estaria substancialmente mitigado tendo-se em vista que o único cotista, que esteve envolvido no Fundo desde sua estruturação, acompanha de perto suas aplicações, efetivamente supervisionando as decisões de investimento da gestora. Nesse sentido, conforme já destacado pela CVM, *existe uma presunção de influência por parte do cotista único nas decisões de investimento do administrador*[2].

Ademais, apesar de a Consultora Especializada cumprir um papel relevante de apoio às análises de investimento do Fundo, deve-se lembrar que a responsabilidade pela tomada final das decisões de investimento é exclusivamente da gestora do Fundo, a qual, por sua vez, está submetida a deveres fiduciários claros e específicos aplicáveis aos administradores de carteira de valores mobiliários. A própria Administradora, também sujeita a tais deveres, é responsável por supervisionar o funcionamento do Fundo. Desse modo, ainda que as operações com partes relacionadas à Consultora Especializada pudessem representar conflito de interesses e potencial risco para o único investidor, esse risco estaria mitigado em face dos mecanismos de controle já existentes no Fundo.

Não obstante os argumentos apresentados acima para fundamentação do presente pedido de dispensa, a Administradora propõe ainda alterar o Regulamento, de forma a determinar que o Fundo somente poderá adquirir direitos creditórios cedidos ou originados, direta ou indiretamente, por partes relacionadas à Consultora Especializada que sejam previamente aprovadas pelo único cotista do Fundo. Adicionalmente, propõe-se incluir na seção de fatores de risco do Regulamento descrição específica dos riscos relacionados à aquisição de tais direitos creditórios.

3) Considerações da GIE

A dispensa pleiteada pela Administradora refere-se ao cumprimento do §2º do art. 39 da ICVM nº 356/01, dispositivo incluído pela Instrução CVM nº 531/13, de forma que a Usina Rio Pardo S.A., parte relacionada da Consultora Especializada, possa ceder direitos creditórios ao Fundo.

O Fundo possui estrutura próxima ao FIDC-NP Zema, no qual (i) a Eletrozema é simultaneamente originadora dos direitos creditórios e consultora especializada; (ii) o Sr. Ricardo Zema, um dos controladores da Eletrozema, é cotista exclusivo desse fundo; (iii) há vedação à negociação secundária das cotas do fundo; e (iv) o cotista único tinha conhecimento e aceitava as condições. Tendo em vista essas características, no âmbito do Processo CVM nº RJ-2012-1961, foi concedida ao referido fundo a permissão para a Eletrozema guardar a documentação comprobatória dos créditos, nos termos do inciso IV do art.38 da ICVM 356/01, com redação dada

pela Instrução CVM nº 393/03 (atual inciso V do art.38 da ICVM 356/01, com redação dada pela Instrução CVM nº 531/13).

Ao permitir que a Eletrozema exercesse uma atividade exclusiva de custodiante, o Colegiado, diante das particularidades do caso concreto, autorizou excepcionalmente a situação de conflito de interesses entre a consultora especializada e o FIDC-NP Zema, por entender que não havia afronta ao interesse público.

Vale ressaltar que, como o §2º do art.39 da ICVM 356/01 foi introduzido posteriormente à referida decisão do Colegiado, o cumprimento desse dispositivo não foi objeto da dispensa, no âmbito do FIDC-NP Zema.

Apesar de ser próxima ao FIDC-NP Zema, a estrutura do Z1+ apresenta algumas particularidades relevantes. No FIDC-NP Zema, a Eletrozema é simultaneamente originadora dos direitos creditórios e consultora especializada, enquanto que, no Z1+, uma das cedentes, Rio Pardo S.A. é apenas parte relacionada da Zfac, consultora especializada do Fundo.

Além disso, no FIDC-NP Zema, a única originadora é a Eletrozema, já, no Z1+, a Rio Pardo S.A. não é a única cedente dos direitos creditórios. Tal situação demonstra que, diferentemente do que ocorre no FIDC-NP Zema, as duas pontas da estrutura - a originação/cessão e a aquisição dos créditos do Z1+ - não estão completamente sob o domínio de um mesmo grupo econômico, o que ampliaria os riscos decorrentes do conflito de interesses, afrontando, assim, o interesse público.

A propósito, a dispensa do cumprimento do §2º do art. 39 da ICVM nº 356/01 já foi negada pelo Colegiado, no âmbito do Processo CVM nº RJ-2013-4911, no qual a BRL Trust DTVM S.A. solicitou a dispensa do cumprimento do disposto no art. 39, §2º, da ICVM 356, de forma a permitir que o custodiante de alguns de seus fundos, o Banco Santander, permanecesse também como um dos cedentes dos direitos creditórios investidos pelos FIDC. O Colegiado seguiu o entendimento da área técnica, consubstanciado no seguinte parecer, extraído do MEMO/CVM/SIN/GIE/Nº 215/2013:

"A dispensa requerida pela instituição administradora diz respeito ao dispositivo que, sem sombra de dúvidas, ou receio de errar, trata do "coração" das mudanças introduzidas pela ICVM 531, e vale frisar que tal assunto foi constantemente debatido em todo o processo de Audiência Pública. Ainda, a permanência de tal vedação, foi o principal motivo que possibilitou a exclusão da proposta do art. 39, §1º, da ICVM 356, onde se pretendia vedar que o administrador ou o gestor pudessem prestar serviços de custódia aos FIDC".

"É extremamente importante clarificar mais uma vez o entendimento sobre o tema".

"Entendemos, como bem mencionado no Relatório de Audiência Pública, que cabe dizer que os conflitos de interesses em um FIDC se dão quando um participante domina duas pontas dentro de uma estrutura: (i) a originação e cessão do crédito, para o que poderíamos fazer uma analogia com o lado da venda do ativo (sell-side); e (ii) quando este mesmo participante trabalha na aquisição desses créditos originados anteriormente (buy-side)".

"Comparando essas duas questões à forma como está estruturada a indústria de FIDC no Brasil, há alguns casos em que um mesmo agente atua em ambos os lados, na originação e na aquisição. Nesses casos específicos, esse papel é exercido pelo originador, consultor e o administrador/gestor do FIDC, ou seja, participantes importantes da estrutura do FIDC concedem o crédito e fazem a seleção para a posterior aquisição dos mesmos pelos fundos".

*"Observando o papel de alguns agentes, **pode-se dizer que o custodiante é o principal participante dentro da estrutura de um FIDC**, pois ele é o responsável pela verificação dos critérios de elegibilidade dos créditos que estão sendo adquiridos do cedente (aqui representado pelo administrador, gestor, originador, consultor ou partes a eles relacionadas)".*

"Nesse contexto, para mitigar uma estrutura conflituosa, a nosso ver, seria necessário aperfeiçoar os controles de apenas um dos lados, deixando o outro independente para exercer o seu papel, ou seja, permite-se que os agentes prestem serviços a apenas uma das pontas da estrutura: originação/cessão ou aquisição dos direitos de crédito. Tem-

se, então, um controle mútuo exercido entre os agentes, um no momento da originação/cessão e outro no momento da aquisição dos créditos”.

“A proposta colocada em Audiência Pública atacava os dois lados: o participante que administrava, geria ou prestava serviço de consultoria não poderia ceder ou originar créditos ao FIDC, ao mesmo tempo em que não exerceria o papel de custodiante”.

“À época, assim como hoje, entendemos que ao aperfeiçoarmos apenas uma das pontas da estrutura do FIDC, conseguimos alcançar a independência no exercício das atividades dentro do fundo. Ao proibir que o administrador seja também a instituição custodiante, a proposta colocada em audiência pública, criava-se, em outras palavras, controles adicionais como uma medida de reafirmação de que a independência de papéis estaria preservada, dado que todos os prestadores de serviços ao fundo já estariam proibidos de realizar cessão de créditos ao FIDC, segundo a própria redação do art. 39, §2º”.

“Considerando que a Minuta, como dito no Edital de Audiência Pública, buscava conciliar algumas exigências e delimitações entendidas como pertinentes com o necessário grau de flexibilidade na atuação dos participantes da indústria, provendo mecanismos de segurança, mas sem impor restrições que pudessem ser consideradas excessivas, a CVM decidiu excluir o art. 39, §1º, da proposta, contudo, manteve a vedação do art. 39, §2º (objeto do pedido de dispensa da BRL Trust), impossibilitando os prestadores de serviços cederem créditos, direta ou indiretamente, aos FIDC”.

4) Conclusões

Por todo o exposto acima, e nos termos da decisão do Colegiado desta CVM para o Processo CVM nº RJ-2013-4911, recomendamos ao Colegiado que indefira a dispensa ao cumprimento do disposto no §2º do art. 39 da ICVM 356/01, com redação dada pela ICVM 531, de forma a vedar que a parte relacionada à Consultora Especializada possa ceder direitos creditórios ao Fundo.

Finalmente, colocamo-nos à disposição para relatar a matéria, caso o Colegiado entenda conveniente.

Atenciosamente,

BRUNO BARBOSA DE LUNA

Gerente de Acompanhamento de Fundos Estruturados

Ao SGE, de acordo com a manifestação e o encaminhamento proposto pela GIE.

FRANCISCO JOSÉ BASTOS SANTOS

Superintendente de Relações com Investidores Institucionais

1 Processo Administrativo nº RJ2011/1448.

2 Processo Administrativo Sancionador CVM Nº 25/05.