



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Memorando nº 27/2019-CVM/SIN/GIES

Rio de Janeiro, 19 de novembro de 2019.

De: SIN

Para: SGE

Assunto: **Pedido de dispensa de requisitos normativos - Santander Infraestrutura Incentivado FIC-FIDC.**

1. Trata-se de pedido de dispensa do cumprimento de dispositivos da Instrução CVM nº 356/01 (“ICVM 356”), apresentado pela Santander Securities Services Brasil DTVM S.A., na qualidade de administradora (“Santander”, “Requerente” ou “Administradora”) do Santander Infraestrutura Incentivado - Fundo de Investimento em Cotas de Fundos de Investimentos em Direitos Creditórios (“FIC-FIDC”) e do Santander Infraestrutura Incentivado – Fundo de Investimento em Direitos Creditórios I (“FIDC” e, em conjunto com o FIC-FIDC, “Fundos”).
2. De acordo com o requerimento apresentado pela Santander, o FIDC será destinado à investimentos em projetos de infraestrutura, conforme disciplinados pela Lei Federal nº 12.431, de 24 de junho de 2011 (“Lei 12.431”), notadamente via aquisição de debêntures incentivadas.
3. Os Fundos terão como custodiante o Santander e como gestora a Santander Brasil Gestão de Recursos Ltda., e serão auditados pela KPMG Auditores Independentes, com as cotas do FIC-FIDC classificadas pela Austin Rating Serviços Financeiros Ltda. As cotas do FIDC serão destinadas, exclusivamente, ao FIC-FIDC e, portanto, estarão dispensadas de classificação de risco por agência classificadora de risco, nos termos do art. 23-A da Instrução CVM 356.
4. Os pleitos específicos apresentados pelo Santander se referem a *“determinados dispositivos da ICVM 356, de modo a viabilizar a estrutura de investimento proposta no âmbito do funcionamento do FIC-FIDC, do FIDC e de demais FIDC de Infraestrutura que venham a ser constituídos pelo Administrador para integrar a estrutura de investimento dos Fundos”*.
5. Os Fundos pretendem realizar emissão de cotas, nos termos da Instrução CVM nº 400, no montante de R\$300 milhões, integralmente destinada a investidores qualificados.

### **DOS PEDIDOS DE DISPENSA E CONSIDERAÇÕES DA SIN**

6. Inicialmente, ressalta o Santander que, tendo em vista o longo prazo dos ativos de infraestrutura que os fundos investirão, pretende listar as cotas do FIC-FIDC na B3 para viabilizar uma eventual saída de investidores.
7. No entanto, apesar de ter ciência de que o melhor veículo para a execução da sua estratégia seria um fundo fechado regido pela Instrução CVM nº 555, o Santander foi informado pela B3 que no momento não haveria viabilidade operacional para a listagem de um FI-Infra regido por

aquela instrução, o que tornaria necessário o uso de FIDCs, conforme regulados pela ICVM 356, acompanhados de certas dispensas que viabilizem sua utilização.

8. Os pedidos de dispensa, assim, passarão a ser tratados a seguir, acompanhados desde já com uma avaliação da área técnica em relação às considerações trazidas. Mas ao fim, o item Considerações Finais resume a interpretação da SIN/GIES para os pedidos.

***I - Aquisição de valores mobiliários objeto de distribuição pública meramente intermediada pelo Administrador, Gestor, Custodiante e/ou demais Partes Relacionadas (art. 39, § 2º, da ICVM 356)***

9. Nesse ponto o Santander destaca entender que a ICVM 356 estabelece uma série de salvaguardas para a proteção dos cotistas, considerando principalmente a natureza variada dos ativos geralmente investidos por esta classe de fundos, a saber, em regra recebíveis.

10. Nesse contexto, os primeiros três pleitos da Administradora (I, II e III) são relacionados à possibilidade de aquisição e negociação de valores mobiliários de projetos prioritários pelos FIDC de Infraestrutura com partes relacionadas, o que exigiria a concessão de uma dispensa da aplicação do artigo 39, §2º, da Instrução CVM 356 aos fundos:

*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.*

11. Segundo a leitura do Santander tal vedação foi introduzida pela Instrução CVM nº 531 com o objetivo de evitar estruturas conflitadas, em que a concentração de funções por um mesmo participante, ou partes relacionadas, pudesse comprometer a boa governança dos FIDC. Assim, nos termos do relatório de audiência pública da ICVM 531, essa vedação teria sido criada para "*inibir a ocorrência de um dos principais conflitos existentes na estruturação dos produtos de securitização - originar pra distribuir - em que os créditos são concedidos sem a devida diligência tendo em vista a sua subsequente cessão para terceiros*".

12. O Santander pretende demonstrar que (a) essa vedação talvez sequer fosse aplicável ao caso, pois a expressão "originar" não atingiria a atividade de intermediação de ofertas públicas (dispensa descrita neste item I); (b) a vedação não é aplicável, pois não há conflito a se proteger (dispensa descrita no item II abaixo); e (c) ainda que a CVM venha a entender que a vedação seja aplicável, haveria razões suficientes para conceder a dispensa de sua observância (dispensa descrita no item III abaixo).

13. Especificamente para a dispensa pretendida neste item I, nos termos de sua argumentação, o Santander requer que seja reconhecida a inaplicabilidade da vedação do artigo 39, § 2º, da ICVM 356, às operações de aquisição de valores mobiliários de projetos prioritários e demais ativos financeiros caracterizados como direitos creditórios, cuja oferta pública primária ou secundária seja intermediada pelas instituições de mercado ligadas à Administradora, ao gestor, ao custodiante ou suas partes relacionadas.

14. Isso porque, segundo a Administradora, haveria que se segregar os conceitos de "originação" de valores mobiliários versus o de intermediação, uma vez que a prestação de serviços de intermediação de uma oferta pública de distribuição de valores mobiliários, por meio de instituições autorizadas a operar no mercado, conforme regulamentada pela Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976, não se enquadra na interpretação ou conceito oriundo da expressão "originação" utilizada no artigo 39, § 2º, da Instrução CVM 356.

15. Conforme pontua o Santander, a definição de "originação", nos termos da regulamentação, teria por finalidade restringir a possibilidade de que prestadores de serviços de um respectivo fundo se caracterizem, "*concomitantemente às suas específicas funções, como emissores de valores mobiliários adquiridos pelo respectivo fundo*".

16. Ainda destaca a Administradora, nesse contexto, que o próprio Colegiado da CVM teria entendido, no âmbito do Processo CVM nº RJ-2013-7141, que a prestação de serviços de intermediação de oferta pública de distribuição de valores mobiliários não estaria enquadrada no conceito de "originação" previsto no artigo 39, § 2º, da Instrução CVM 356, e, conseqüentemente, não haveria restrição aplicável para tal caso.

### Considerações da SIN

17. Para a discussão trazida pela administradora, é possível tomar como precedente o Processo CVM nº RJ-2012-7141, que trata de um pedido apresentado pela BB Gestão de Recursos DTVM S.A. de dispensa do cumprimento, pelo FIDC BB Votorantim Highland Infraestrutura, do art. 40 da Instrução CVM nº 356, bem como consulta quanto ao alcance do art. 39, § 2º, da mesma Instrução, conforme já alterada na época pela Instrução CVM nº 531. É o teor resumido daquele precedente:

*Segundo a área técnica, o pleito da Administradora é amplo ao solicitar que a CVM declare a inaplicabilidade do art. 39, §2º, da ICVM 356, no caso de o FIDC adquirir valores mobiliários objeto de oferta pública. Nesse contexto caracterizar-se-iam ofertas públicas nos termos da ICVM 400 ou da ICVM 476, que são restritas a poucos cotistas e não sujeitas a critérios de formação de preço independentes como, por exemplo, o processo de bookbuilding.*

*A título exemplificativo, entre outras questões, para a área técnica, caso a CVM entendesse como adequada a interpretação da norma pretendida pela Administradora, estaria permitindo que um administrador/gestor do FIDC vendesse a um fundo debêntures registradas em seus livros para as quais o administrador/gestor objetivasse efetuar uma oferta pública. Caso essa oferta exemplificativa se desse por meio da ICVM 400, poderia não haver significativo interesse por parte de investidores em adquirir tal ativo, o que faria seu preço de venda ser definido quase que exclusivamente pelo FIDC, por intermédio do seu administrador, o próprio cedente.*

*Assim, a área técnica entende que o pleito formulado pela Administradora não deve prosperar, pois mesmo que o FIDC adquira valores mobiliários de seus prestadores de serviço, direta ou indiretamente, no âmbito de uma oferta pública, os riscos de conflito de interesses, vedados no caso em tela pela ICVM 531, continuariam presentes e sua mitigação dependeria do grau de interesse dos investidores na oferta, processo de formação de preços, liquidez e profundidade do mercado do ativo ofertado, entre outros.*

*Não obstante as considerações acima, no caso específico, e analisando as características do FIDC, a SIN entende que a operação não estaria dentro do conceito de cessão ou originação direta de recebíveis, dado que a atuação dos prestadores de serviço do Fundo (o gestor e o BB Banco de Investimentos) se dará somente como coordenadores e distribuidores das debêntures de infraestrutura a serem adquiridas pelo Fundo.*

*No caso concreto, ao analisar a possível cessão indireta de direitos creditórios ao FIDC por intermédio de prestadores de serviços ou suas partes relacionadas, a área técnica expõe que, no seu entendimento, ao estabelecer as regras de vedação à cessão de recebíveis aos FIDC, a ICVM 531 não visou restringir o papel de atuação do intermediário de oferta de valores mobiliários em si, mas a atuação de qualquer agente listado em seu art. 39, § 2º, ou partes a eles relacionadas, bem como qualquer interposta pessoa que possua eventuais vínculos com tais participantes, contudo, sempre na condição ativa de prospecção de direitos creditórios, o que não parece ser o caso apresentado.*

*Expõe a SIN que, no caso em tela, as debêntures não serão de emissão ou originação direta pela Administradora ou partes relacionadas, nem indireta, dado a atuação de tais participantes na estrutura do Fundo e seu papel na intermediação da oferta pública de debêntures, somado a isso, o FIDC possui particularidades que mitigam de certa forma alguns riscos, como: (i) fundo não poderá carregar mais do que 7,5% do seu PL em uma mesma emissão, o que cria um parâmetro mínimo de diversificação da carteira, e (ii) para que possa adquirir as debêntures, é necessário ainda um parecer favorável, por decisão unânime, do comitê de investimentos do Fundo, que possui como um dos membros a Highland, gestor independente tanto do Banco do Brasil, quanto da Votorantim Asset e partes relacionadas.*

*O Colegiado, com base na manifestação da área técnica, consubstanciada no MEMO/CVM /SIN/GIE/Nº 228/2013, deliberou... (ii) não acatar o pleito referente ao pedido amplo da*

*Administradora de caracterizar a inaplicabilidade do art. 39, §2º, da Instrução CVM 356/01 em casos de valores mobiliários adquiridos no âmbito de oferta pública; [mas] e (iii) considerando as condições específicas do fundo, autorizar a concessão do registro de funcionamento do FIDC.*

18. No caso analisado no precedente citado pelo Santander, entendemos que a operação também não estaria dentro do conceito de cessão ou originação direta de recebíveis, da mesma forma como visto no precedente citado, dado que a atuação dos prestadores de serviço do Fundo se daria somente na condição de coordenadores e distribuidores das debêntures de infraestrutura a serem adquiridas pelo fundo.

19. Diante do cenário de cessão indireta de direitos creditórios ao FIDC BB Votorantim Highland Infraestrutura por intermédio de prestadores de serviços ou suas partes relacionadas, esta área técnica entendeu que, ao estabelecer as regras de vedação à cessão de recebíveis aos FIDC, a ICVM 531 não visou restringir o papel de atuação do intermediário de oferta de valores mobiliários em si, mas a atuação de qualquer agente listado em seu art. 39, § 2º, ou partes a eles relacionadas, bem como qualquer interposta pessoa que possua eventuais vínculos com tais participantes, contudo, sempre na condição ativa de prospecção de direitos creditórios em cuja originação tais agentes não raro até se envolvem, com os conflitos emergentes daí decorrentes, o que, entretanto, não foi o caso no precedente apresentado, tampouco é o caso aqui.

20. Assim, a interpretação da SIN é a de que o disposto no art. 39, § 2º, da Instrução CVM 356 não incide sobre essa situação, e por isso sequer caberia a concessão de dispensa, pois tal vedação não alcança a atuação dos prestadores de serviço que atuem como intermediários de ofertas públicas primárias ou secundárias de direitos creditórios para os FIDC. Defendemos, assim, em qualquer situação, que a vedação do art. 39, § 2º, da ICVM 356, não alcança a atuação do intermediário que seja parte relacionada das pessoas jurídicas listadas no referido dispositivo, desde que o intermediário não adquira os direitos creditórios objeto da oferta para posterior alienação aos FIDC.

## ***II - Negociação entre FIDC de Infraestrutura controlados pelo FIC-FIDC (art. 39, § 2º, da ICVM 356)***

21. A Requerente solicita também o reconhecimento de que não é aplicável o disposto do artigo 39, §2º, da Instrução CVM 356, à negociação de valores mobiliários de projetos prioritários e demais ativos financeiros, entre os FIDC de Infraestrutura investidos pelo FIC-FIDC.

22. O Santander informa que, no caso concreto: (i) o FIC-FIDC aplicará seus recursos preponderantemente em cotas de FIDC de Infraestrutura, que investem em Valores Mobiliários de Projetos Prioritários e demais ativos financeiros, listados nos respectivos regulamentos; (ii) os FIDC de Infraestrutura serão geridos pelo mesmo gestor e administrados pela Administradora; (ii) os FIDC de Infraestrutura terão o FIC-FIDC como cotista exclusivo; e (iii) pretende-se que tais FIDC de Infraestrutura possam negociar, entre si, valores mobiliários de projetos prioritários e demais ativos financeiros, tanto para gestão de sua liquidez, quanto para atendimento dos requisitos de enquadramento do art. 3º da Lei 12.431.

23. Em razão da estrutura descrita no parágrafo anterior, o Santander entende que não há conflito de interesses a ser tutelado pela norma, em razão de os FIDC de Infraestrutura serem, exclusivamente, titulados pelo FIC-FIDC. A Administradora ressalta, ainda, que o próprio Colegiado da CVM reconheceu, no âmbito do Processo SEI 19957.007865/2017-82 ("Precedente FIC-FIDC Kinea"), inclusive com a estrutura e argumentos similares ao acima expostos, inexistir conflito de interesses a ser tutelado, com o que não seria aplicável o disposto do artigo 39, § 2º, da Instrução CVM 356.

### Considerações da SIN

24. De fato, no âmbito do Processo CVM 19957.007865/2017-82, a área técnica entendeu que poderia ser dispensada naquele caso sob exame a aplicação do art. 39 § 2º da Instrução 356, que veda a transação de direitos creditórios entre diferentes fundos de investimento por decisão de uma única instituição gestora. Na visão desta área técnica, o fato de a propriedade dos créditos a serem transacionados pertencer a um cotista exclusivo, afastaria o possível conflito de interesses, alinhando-se

à finalidade da norma.

25. O Colegiado, com base na manifestação da área técnica, consubstanciada no Memorando nº 45/2017-CVM/SIN/GIE, deliberou, por unanimidade, autorizar que diferentes FIDCs investidos exclusivamente pelo Kinea Infra FIC-FIDC, pudessem negociar debêntures de infraestrutura entre si.

26. Considerando que o precedente FIC-FIDC Kinea é semelhante ao caso em análise nesse memorando, não vemos óbice para o pleito do Santander para a permissão de negociação de valores mobiliários de projetos prioritários e demais ativos financeiros, entre os FIDC de Infraestrutura, inclusive o FIDC, controlados pelo FIC-FIDC, considerando que os FIDC serão cotistas exclusivos do FIC-FIDC.

27. Na verdade, o que se vê no caso é a constituição do mecanismo já consagrado na indústria de uma estrutura master feeder, com a possibilidade de negociação de ativos entre os diferentes fundos que compõem a estrutura, o que, como visto, não nos parece ser vedado pela Instrução CVM 356, no caso dos FIDC; tampouco para os fundos de investimento em geral, dada a inexistência de vedação da espécie também na Instrução CVM 555. Se olhada a estrutura como única sob a perspectiva de administração e gestão, e em consequência a existência desses diversos fundos feeder apenas como um mecanismo de segregação de propósitos, como de fato ocorre aqui, não pareceria adequado à área técnica restringir tais negociações em gênero.

### ***III - Aquisição de Valores Mobiliários de Projetos Prioritários, pelos FIDC de Infraestrutura, de titularidade do Administrador, Gestor ou suas partes Relacionadas (art. 39, § 2º, da ICVM 356)***

28. A Administradora solicita que seja permitida a aquisição de valores mobiliários de projetos prioritários pelos FIDC de Infraestrutura, de titularidade da Administradora, Gestor ou suas Partes Relacionadas, sem que seja aplicado o disposto do artigo 39, § 2º, da Instrução CVM 356.

29. A Administradora afirma que o Grupo Santander tem atuação destacada no setor de infraestrutura, com posição de liderança. Essa atuação inclui, por um lado, a estruturação de formas de financiamento de projetos, o que inclui a intermediação de ofertas públicas dos valores mobiliários do artigo 2º da Lei 12.431 e, de outro, a utilização de recursos próprios, investidos sob a forma de dívida, nestes projetos.

30. Nesse contexto, a Requerente afirma que integrantes do Grupo Santander podem vir a figurar como titulares de valores mobiliários emitidos com base no artigo 2º da Lei 12.431, por diversas razões. As principais são: (i) negociação dos valores mobiliários no mercado secundário pelas tesourarias do grupo; (ii) subscrição dos valores mobiliários no âmbito de ofertas públicas intermediadas por terceiros; e (iii) subscrição dos valores mobiliários no âmbito de ofertas públicas intermediadas pelo próprio banco como Coordenador Líder, tanto em razão do exercício de garantia firme, quanto em razão de decisões de investimento da tesouraria do próprio banco, ou de fundos sob gestão de integrantes do Grupo Santander.

31. Por essa razão, segundo a Requerente, é possível que o Grupo Santander seja titular de valores mobiliários do artigo 2º da Lei 12.431, que se adequem à política de investimento dos FIDC de Infraestrutura tanto do ponto de vista formal (critérios de elegibilidade), quanto material (rentabilidade e risco de crédito adequados).

32. Na visão da Santander, embora seja interesse do FIC-FIDC, por meio dos FIDC de Infraestrutura, adquirir valores mobiliários em subscrições no mercado primário, não se deseja que, em razão da vedação ora tratada, o FIC-FIDC veja-se impedido de adquirir valores mobiliários no mercado secundário, quando há razões, descritas abaixo, que afastam o fundamento que levou a CVM a editar o artigo 39, § 2º da Instrução CVM 356.

33. Em resumo, a Requerente entende que a vedação do artigo 39, §2º da Instrução CVM 356, não deveria prevalecer neste caso pelas razões abaixo:

*(i) O principal objetivo da vedação em questão, conforme exposto pela CVM em seu relatório de audiência pública da Instrução CVM 531, foi 'inibir a ocorrência de um dos principais conflitos existentes na estruturação dos produtos de securitização - originar para distribuir - em*

*que os créditos são concedidos sem a devida diligência tendo em vista a sua subsequente cessão para terceiros'.*

*(ii) Esta ausência de diligência, ou diligência insuficiente, pode estar presente, em maior medida, em ativos emitidos privadamente, em que não há uma série de proteções regulamentares e de autorregulação para o público-investidor.*

*(iii) No caso concreto, estas proteções envolvem o potencial alienante (Grupo Santander), o potencial adquirente (FIDC de Infraestrutura) e os valores mobiliários.*

*(iv) O potencial alienante integra um conglomerado financeiro global, e que, no País, é regulado e fiscalizado por diversas autoridades no Sistema Financeiro Nacional.*

*(v) Já o potencial adquirente é um fundo administrado (Santander Securities Services Brasil DTVM S.A.) e gerido (Santander Brasil Gestão de Recursos Ltda.) por pessoas jurídicas, integrantes do Grupo Santander, também reguladas e fiscalizadas por diversas autoridades no Sistema Financeiro Nacional. Em particular, é de se notar que, por disposição regulamentar (Instrução CVM nº 558, de 2015, conforme alterada), há segregação das atividades exercidas pelos administradores de recursos de terceiros e as demais exercidas no conglomerado.*

*(vi) A aquisição pretendida se insere no contexto específico da Lei 12.431, que tem como objetivo fomentar investimentos em infraestrutura. Pretende-se que cada FIDC de Infraestrutura, inclusive o FIDC, possa adquirir Valores Mobiliários de Projetos Prioritários, em especial as Debêntures Incentivadas de Infraestrutura ali referidas. Estas debentures devem, por lei, ser objeto de oferta pública, razão pela qual:*

*(a) há intermediação de instituições integrantes do sistema de distribuição de valores mobiliários, cuja atuação é regulada e fiscalizada pela CVM, pelo Banco Central do Brasil e pelas entidades de autorregulação, em especial a B3 e a Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais - ANBIMA;*

*(b) esta intermediação envolve, em participar, a atuação com "elevados padrões de diligência", na dicção das Instruções CVM 400, e da Instrução CVM 476;*

*(c) o início e o encerramento das ofertas públicas são objeto de comunicados disponíveis ao público-investidor e às entidades de regulação ou autorregulação;*

*(d) os emissores dos valores mobiliários são obrigados a divulgar informações nos termos da Instrução CVM nº 480, de 2009, ou, se não estiverem registrados na CVM, nos termos da Instrução CVM 476; e*

*(e) os valores mobiliários são admitidos à negociação em mercados regulamentados, nos termos da Instrução da CVM nº 461, de 23 de outubro de 2007, conforme alterada, com supervisão das suas entidades administradoras, além da CVM e do Banco Central do Brasil.*

*(vii) Embora a dispensa aqui pleiteada não seja o fundamento principal da tese de investimento do FIC-FIDC, entende-se que esta D. Comissão deve considerar as circunstâncias específicas deste mercado, que tem se adaptado à menor participação do Estado (sobretudo o Banco Nacional de Desenvolvimentos Econômico e Social - BNDES) em financiamentos e ao aumento gradual do setor privado. Assim, o FIC-FIDC e os FIDC de Infraestrutura têm de dispor de todas as opções de investimento para melhor rentabilizar os recursos dos investidores, até porque há um prazo previsto na Lei 12.431 para enquadramento dos fundos - sob pena de perda do tratamento tributário.*

### Considerações da SIN

34. Concordamos com as ponderações da Administradora, conforme resumidas acima e os argumentos desta área técnica descritos abaixo.

35. De fato, um dos motivos para a adição do art. 39, § 2º, da Instrução CVM 356 foi "inibir a ocorrência de um dos principais conflitos existentes na estruturação dos produtos de securitização - originar para distribuir - em que os créditos são concedidos sem a devida diligência tendo em vista a sua subsequente cessão para terceiros". Não obstante, outro motivo da norma foi a de vedar tanto a originação quanto a cessão de direitos creditórios aos fundos nos quais atuem o administrador, gestor, custodiante e consultor especializado ou partes a eles relacionadas. No caso em análise, a venda de debêntures incentivadas por parte de qualquer um desses prestadores de serviços para o FIDC se caracterizaria como cessão direta de direitos creditórios, situação expressamente vedada pela norma.

36. Tanto a parte vendedora (Administrador, Gestor ou suas Partes Relacionadas) quanto a parte compradora (FIDC) das debêntures buscariam o melhor preço possível para a operação, sendo que no final das contas quem tomaria essa decisão por ambos os lados faz parte do mesmo grupo econômico, o que caracterizaria aí um incontroverso conflito de interesses. O risco de precificação ainda é maior no caso de um mercado de pouca liquidez, como o das debêntures, em especial aquelas distribuídas pelo regime da Instrução CVM 476.

37. Contudo, como defendido pelo consultante, a operação ora pretendida de fato poderia ser viabilizada também por meio da estruturação de um conjunto de fundos de investimento constituídos nos termos da Instrução CVM 555, já que as debêntures de infraestrutura são ativos elegíveis à aquisição por aquele tipo de fundo, e sem que vedação de natureza semelhante conste naquela regra.

38. Na verdade, parece mesmo fazer sentido essa diferenciação comparada entre a Instrução CVM 555, para os fundos em geral, e a Instrução CVM 356, que regula os FIDC. Isso porque, no caso geral dos fundos mais líquidos, a premissa mais ampla do regulador (sem deixar de admitir eventuais exceções, claro) é a de que o gestor do fundo adquira ativos financeiros já disponíveis no mercado e estruturados ou originados, via de regra, por terceiros (como é o caso dos títulos públicos, ações e títulos emitidos por instituições financeiras, que representam mais de 90% da carteira desses fundos).

39. Assim, a preocupação central do artigo 39, § 2º, da Instrução CVM 356 (e que não encontra paralelo na Instrução CVM 555) parte da constatação prática de que, no caso deste último, não era raro que tais prestadores de serviço se imiscuissem nesse processo de originação e estruturação, fazendo deles muitas vezes donos onipotentes de todo o processo de constituição, formalização e cessão desses direitos creditórios ao fundo, minando a macroestrutura de fiscalização mútua entre os diferentes players do processo prevista na regulação, a atuação de alguns deles como *gatekeepers*, e o adequado equilíbrio de poderes e funções que permitisse a identificação e mitigação de problemas - notadamente a materialização de conflitos de interesse - que viessem a prejudicar os investidores do fundo.

40. Assim, conforme exposto no relatório de audiência pública da ICVM 531, que resultou na inclusão do art. 39, § 2º, na ICVM 356, aquela vedação foi pensada para as estruturas verticalizadas em que há originação para a distribuição de créditos nos fundos administrados, sem a devida diligência e transparência no processo. O relatório, ainda, menciona os problemas ocorridos e que justificam tal vedação, os quais, pelo histórico, ocorreram com operações de crédito concedidas por instituições financeiras e cedidas a FIDC administrados ou geridos por essas mesmas instituições.

41. Nesse contexto, as debêntures de infraestrutura reguladas pela Lei 12.431 possuem natureza diversa da concessão de um crédito privado tradicional ou sua antecipação ao credor, pois, como comentado pelo Santander, são valores mobiliários emitidos publicamente, por meio das Instruções CVM 400 ou 476, e contam com instituição financeira intermediária para efetuar as diligências exigidas pelas normas. Ainda, o emissor se sujeita às normas de transparência mínima dispostas nas Instruções CVM nº 480 e 476. Assim, ao replicar uma dinâmica transacional muito semelhante a que se vê em fundos 555, parece razoável à área técnica que se conceda a dispensa pretendida no caso para conferir à gestão do fundo a mesma liberdade para negociação que um fundo regulado pela Instrução CVM 555 teria nessas idênticas circunstâncias de atuação.

42. Não custa observar também, nesse contexto, que a própria tônica da Lei 12.431, ao criar a dinâmica de um regramento específico para a submissão e aprovação dos projetos dos emissores em diferentes ministérios do governo, assim como o atendimento a diversos requisitos legais, também é um contexto que reforça a constatação de que, ao menos nesse segmento específico, seria pouco provável prever uma influência desses prestadores de serviço do fundo no processo de originação das debêntures que viesse a conclamar essa vedação como necessária para a mitigação de conflitos de interesse eventualmente decorrentes dessa possibilidade.

43. No mais, permanece, como risco residual acaso concedida a dispensa, na negociação desses ativos em condições assimétricas ou indevidas de preço entre as partes, já que potencialmente conflitadas. Entretanto, há que se concordar com as considerações da consultante nesse particular

aspecto no sentido de que (1) a gestora do FIDC é segregada das demais atividades exercidas pelo conglomerado, e deve a CVM partir dessa presunção para o exame do caso, e, (2) de toda forma, esse tipo de conflito em específico já é, como explorado anteriormente, admitido para os demais tipos de fundos, não se verificando desconformidades de mercado em grau, magnitude ou recorrência que justifique a imposição de vedação nesse sentido. Talvez até mesmo por se tratar de tema, como lembrado pela consulente, que é objeto de estrita supervisão por parte das entidades administradoras de mercado no qual tal ativo é negociado, assim como e também, pela própria CVM-ANBIMA, no âmbito do convênio de supervisão assinado em junho de 2018 (Anexo de Precificação).

#### ***IV - Limite de investimento em ativos com fiança prestada pelo Administrador, Gestor ou Partes Relacionadas (artigo 40-A da Instrução CVM 356)***

44. A Requerente solicita a elevação, no caso concreto, do limite de concentração, indicada no inciso I, do § 1º, do artigo 40-A, com afastamento da regra constante do § 9º, devido às particularidades do FIC FIDC e dos FIDC de Infraestrutura - regidos pela Lei 12.431 -, bem como dos projetos de investimento que estes veículos se propõem a financiar.

45. O Art. 40-A da Instrução CVM 356 estabelece em seu caput:

*Art. 40-A. O fundo poderá adquirir direitos creditórios, observada a vedação de que trata o § 2º do art. 39, e outros ativos de um mesmo devedor, ou de coobrigação de uma mesma pessoa ou entidade, no limite de 20% (vinte por cento) de seu patrimônio líquido.*

*§ 1º O percentual referido no caput poderá ser elevado quando:*

*I – o devedor ou coobrigado:*

*a) tenha registro de companhia aberta;*

*b) seja instituição financeira ou equiparada, autorizada a funcionar pelo Banco Central do Brasil; ou*

*c) seja sociedade empresarial que tenha suas demonstrações financeiras relativas ao exercício social imediatamente anterior à data de constituição do fundo elaboradas em conformidade com o disposto na Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, e a regulamentação editada pela CVM, e auditadas por auditor independente registrado na CVM, ressalvado o disposto no §3º deste artigo.*

*(...)*

*§ 9º As hipóteses de elevação do limite de 20% (vinte por cento) para aplicação em outros ativos de um mesmo devedor de que trata o inciso I do § 1º não são aplicáveis aos ativos de emissão ou coobrigação do administrador e do gestor ou partes a eles relacionadas, tal como definidas pelas regras contábeis que tratam desse assunto, para os quais o limite deve ser observado.*

No caso concreto, a Requerente entende que a elevação do limite de concentração, indicada no inciso I, do § 1º, deveria prevalecer, com afastamento da regra constante do § 9º, pelas razões a seguir:

*(i) tanto o FIC-FIDC, quanto os FIDC de Infraestrutura em que ele investir, inclusive o FIDC, são regidos pela Lei 12.431, que criou uma disciplina para o financiamento, por meio do mercado de capitais, de projetos de investimento, em especial os de infraestrutura e os de pesquisa, desenvolvimento e inovação;*

*(ii) dentre os projetos de investimento, há empreendimentos que já geram receita operacional - denominados, comumente, brownfield -, e os que estão em fase de construção e desenvolvimento (greenfield), nos quais não há receita operacional, ou ela é insignificante ou, até mesmo, substancialmente inferior ao que se projeta para o momento de amadurecimento do projeto;*

*(iii) como é de se esperar, as condições para o financiamento de qualquer projeto (project finance) embutem variáveis de diversas ordens, com destaque para a fase do projeto, conforme a alínea anterior;*

*(iv) nestes projetos, sobretudo os greenfield, é comum a contratação de instrumentos que proporcionam, ao financiador, proteção em face do risco de construção, desenvolvimento e/ou crédito inerente a estes projetos. São exemplos destes instrumentos: (a) o "completion bond", o "performance bond" e a fiança bancária, prestados por seguradoras e por bancos; e (b)*



*garantias corporativas, de que são exemplos as garantias fidejussórias;*

*(v) concluídos determinados eventos previstos nos documentos, que geralmente coincidem com o início, ou o crescimento da receita operacional do projeto, estes seguros ou instrumentos perdem efeito, de forma imediata ou gradual;*

*(vi) esta redução da percepção de risco permite que: (a) determinados investidores, sobretudo do mercado de capitais, participem de financiamentos de projetos com nível de rentabilidade adequado, tanto para o investidor, quanto o empreendimento; (b) o projeto seja financiado com recursos advindos de fontes além do sistema estritamente bancário; e (c) o provedor dos instrumentos para proteção de construção, desenvolvimento e/ou crédito, pelo conhecimento especializado que geralmente tem do projeto, seja remunerado pela assunção de risco de construção e desenvolvimento por prazo determinado;*

*(vii) se o objetivo da Lei 12.431 é aproximar o mercado de capitais dos projetos de investimento, é natural que haja a contratação destes instrumentos que proporcionam, ao financiador, proteção em face do risco de construção, desenvolvimento e/ou crédito;*

*(viii) assim, se o FIC-FIDC tem como objetivo adquirir cotas de FIDC de Infraestrutura, que por sua vez adquirirão Debêntures Incentivadas de Infraestrutura e os demais valores mobiliários a que se refere o artigo 2º, da Lei 12.431, estes instrumentos de proteção tendem a estar presentes nestes investimentos;*

*(ix) o Banco Santander (Brasil) S.A., e as demais empresas do Grupo Santander são reconhecidamente atuantes no segmento de assessoria e financiamento a projetos (project finance and advisory), conforme descrito no Anexo V ao presente requerimento. Nesta atividade, inclui-se a prestação de fiança bancária para suportar o financiamento de projetos; e*

*(x) considerando que o Administrador e o Gestor têm, como partes relacionadas entidades integrantes do Grupo Santander, determinados valores mobiliários a que se refere o artigo 2º, da Lei 12.431, podem contar com fiança bancária prestada por estas entidades.*

### Considerações da SIN

46. De forma semelhante ao descrito por esta área técnica anteriormente, o § 9º foi introduzido na ICVM 356 pela ICVM 531, visando, exatamente, mitigar a exposição do FIDC ao risco de crédito do administrador ou gestor, tendo como pano de fundo casos concretos de aquisição de ativos de responsabilidade desses prestadores de serviços.

47. Ocorre que, ao não permitir a exposição ao risco de crédito do administrador ou gestor em percentual superior a 20% do patrimônio do FIDC, a norma também vedou a exposição a ativos que tenham coobrigação do administrador ou gestor.

48. Contudo, em linha com a exposto pelo Santander, entende área técnica que, no caso específico dos valores mobiliários de infraestrutura, os quais possuem todo o regramento já descrito anteriormente, a coobrigação representa uma garantia adicional para os Fundos.

49. Assim, na leitura da SIN a concessão da dispensa não geraria o efeito indesejável de permitir uma elevação do limite aos ativos de emissão do administrador ou gestor pelos FIDC da estrutura, abrindo a possibilidade de estruturação de fundos nos quais a instituição financeira figure como um agente dominante e verticalizado que potencialmente traria maior conflito de interesses e riscos para a estrutura, mas sim o de permitir que os Fundos adquiram valores mobiliários incentivados (de novo, criados e estruturados sob premissas e regras únicas, nas quais a participação da instituição financeira, ainda que ocorra, é mais limitada e circunscrita) que contem com garantias adicionais oferecidas pelo administrador ou partes relacionadas.

50. Nesse sentido, entendemos que a dispensa ora requerida se alinha às demais já discutidas e, por todo o exposto, considerando o tipo de ativo e o caso concreto, recomendamos ao Colegiado a concessão parcial da dispensa pretendida, especificamente para permitir que o limite de 20% por devedor possa ser extrapolado nas condições do inc. I, § 1º, do art. 40-A, da ICVM 356, somente nos casos em que o administrador ou gestor ou partes relacionadas sejam coobrigados nas emissões que os Fundos vierem a adquirir.

### **V - Patrimônio autorizado**

51. A Requerente solicita que seja reconhecida a aplicabilidade do chamado "Patrimônio Autorizado" para novas emissões de cotas do FIC-FIDC, respeitado o limite e os termos do Regulamento FIC-FIDC. O artigo 24, inciso VI, da Instrução CVM 356, estabelece que o regulamento do fundo deve prever as condições para emissão, negociação, amortização e resgate de cotas:

*Art. 24. O regulamento do fundo deve prever, no mínimo, o seguinte:*

*(...)*

*VI – condições para emissão, negociação, amortização e resgate de cotas, prevendo inclusive:*

*a) a eventual existência de mais de uma classe ou série de cotas, hipótese em que devem ser especificadas as características, os direitos e obrigações de cada uma das classes e séries, assegurando-se que as cotas subordinadas somente poderão ser resgatadas após o resgate das cotas seniores, ressalvado o disposto no art. 18-A;*

*b) que, na amortização de cotas de fundos fechados, deverá ser assegurado que as cotas subordinadas somente poderão ser amortizadas após a amortização das cotas seniores, ressalvado o disposto no art. 18-B; e*

*c) os critérios de integralização, amortização e resgate em direitos creditórios, observado o disposto no art. 15 desta Instrução.*

52. Por sua vez, o artigo 26 da Instrução CVM 356 não lista, como competência privativa da assembleia geral de cotistas do fundo, a emissão de novas cotas do fundo:

*Art. 26. É da competência privativa da assembleia geral de condôminos:*

*I – tomar anualmente, no prazo máximo de quatro meses após o encerramento do exercício social, as contas do fundo e deliberar sobre as demonstrações financeiras desse;*

*II – alterar o regulamento do fundo;*

*III – deliberar sobre a substituição da instituição administradora;*

*IV – deliberar sobre a elevação da taxa de administração praticada pela instituição administradora, inclusive na hipótese de restabelecimento de taxa que tenha sido objeto de redução;*

*V – deliberar sobre incorporação, fusão, cisão ou liquidação do fundo.*

*Parágrafo único. O regulamento do fundo, em consequência de normas legais ou regulamentares ou de determinação da CVM, pode ser alterado independentemente de realização de assembleia geral, hipótese em que deve ser providenciada, no prazo máximo de trinta dias, a divulgação do fato aos condôminos.*

53. Nesse sentido, a Requerente argumenta que o regulamento do FIC-FIDC, ao prever as condições para emissão de novas cotas pelo FIC-FIDC, nos termos do artigo 24, inciso VI, da Instrução CVM 356, fixou determinado limite para emissão de novas cotas pelo FIC-FIDC a exclusivo critério do Administrador, independentemente de aprovação em assembleia geral, correspondente a até R\$ 2.000.000.000,00 (dois bilhões de reais), nos termos do item 9.3.1 do regulamento ("Patrimônio Autorizado").

54. O Santander afirma que referida matéria foi objeto de apreciação pela CVM no âmbito do mesmo precedente FIC-FIDC Kinea já citado, em que se reconheceu que a emissão de novas cotas de fundos regidos pela Instrução CVM 356 não se caracterizaria como matéria de competência privativa da assembleia geral, podendo ser prevista de forma diversa no respectivo regulamento, nos termos do artigo 24, inciso VI, da Instrução CVM 356, afastando-se a aplicação do artigo 66, inciso VI, da Instrução CVM 555, ou seja, a competência de a assembleia deliberar sobre a emissão de novas cotas, e permitindo-se a manutenção do instituto denominado "Patrimônio Autorizado".

#### Considerações da SIN

55. No caso do Precedente FIC-FIDC Kinea, houve a interpretação por afastar, para os FIDC, a aplicação do disposto no art. 66, VI, da ICVM 555, uma vez que há na ICVM 356 uma regra própria, que endereça as questões envolvendo emissão de novas cotas ao regulamento, nos termos do seu art. 24, VI; assim como, também regra específica determinando quais seriam as matérias privativas de assembleias gerais de cotistas, conforme disposto no artigo 26 daquela Instrução.

*Art. 1º. A presente Instrução aplica-se a todo e qualquer fundo de investimento registrado junto à CVM, observadas as disposições das normas específicas aplicáveis a estes fundos.*

(...)

*Art. 66. Compete privativamente à assembleia geral de cotistas deliberar sobre:*

(...)

*VI - a emissão de novas cotas, no fundo fechado;*

56. No nosso entendimento, o fato de o regulamento já dispor sobre o capital autorizado como o limite para a emissão de novas cotas informa de forma adequada aos cotistas sobre as potenciais novas emissões e os limites para sua utilização, de forma que, na interpretação da área técnica, não haveria prejuízo em tais matérias não serem submetidas à assembleia geral, uma vez que a regulação aplicável não exigiria tanto.

57. O Colegiado, com base na manifestação da área técnica naquele precedente, consubstanciada no Memorando nº 45/2017-CVM/SIN/GIE, deliberou, por unanimidade, reconhecer que o art. 66, inciso VI, da Instrução 555/14 não se aplica aos FIDCs, o que veio permitir a manutenção do instituto denominado "Patrimônio Autorizado", previsto no regulamento do Kinea Infra FIC-FIDC.

58. Considerando que a instituição do chamado "Patrimônio Autorizado" está disposto no regulamento do FIC-FIDC, também aqui entende a SIN que não caberia solicitar qualquer dispensa, dado que, já naquele precedente houve manifestação tanto da área técnica quanto do Colegiado da CVM sobre a correta interpretação dos dispositivos normativos em discussão, de forma a afastar a aplicação do art. 66, inciso VI, da Instrução 555 aos FIDCs,

### CONSIDERAÇÕES FINAIS

59. Considerando todo o exposto e os detalhes do caso concreto, estamos de acordo com os pleitos formulados pelo grupo Santander e, assim, propomos ao Colegiado as seguintes dispensas para o FIC-FIDC e os FIDC de Infraestrutura que vierem a ser investidos por esse FIC:

- a) confirmar, de forma semelhante ao precedente do Processo CVM nº RJ-2013-7141, que o art. 39, § 2º, da ICVM 356 não se aplica nas situações em que o administrador, gestor, custodiante, consultor ou partes a eles relacionados atuem somente como intermediários das ofertas de valores mobiliários da Lei 12.431 a serem adquiridos, ou seja, na qualidade de intermediários não adquiram os valores mobiliários ofertados e nem alienem diretamente ou indiretamente para os fundos;
- b) permitir que os FIDC de Infraestrutura, investidos exclusivamente pelo FIC-FIDC, possam negociar entre si os valores mobiliários emitidos nos termos da Lei 12.431, em linha com o precedente do Processo CVM 19957.007865/2017-82, de forma a afastar a aplicação do disposto no art. 39, § 2º, da ICVM 356 para o caso concreto;
- c) permitir que os FIDC de Infraestrutura adquiram, da Administradora, gestor e partes a eles relacionadas, os valores mobiliários emitidos nos termos da Lei 12.431, afastando, também, a incidência da vedação disposta no art. 39, § 2º, da ICVM 356 para o caso concreto;
- d) dispensar parcialmente o cumprimento do art. 40-A, § 9º, da ICVM 356, de forma a permitir aos Fundos usufruírem do disposto no art. 40-A, § 1º, inciso I, da mesma Instrução, somente nas situações em que a Administradora, gestor ou partes a eles relacionadas sejam coobrigados dos valores mobiliários investidos e emitidos nos termos da Lei 12.431, não permitindo, com essa dispensa, que os FIDC de Infraestrutura excedam diretamente o limite de 20% por devedor; e
- e) confirmar que o art. 66, VI, da ICVM 555 não se aplica aos FIDC, já que o art. 24, VI, da ICVM 356 endereça questões envolvendo emissão de novas cotas ao regulamento e o art. 26 da ICVM 356 não elenca a emissão de novas cotas como matéria de competência privativa da assembleia geral.

60. Por fim, propomos que a relatoria do caso seja conduzida pela SIN/GIES.

Atenciosamente,

Bruno de Freitas Gomes  
Gerente de Investimentos Estruturados - GIES

Daniel Walter Maeda Bernardo  
Superintendente de Relações com Investidores Institucionais - SIN



Documento assinado eletronicamente por **Bruno de Freitas Gomes Condeixa Rodrigues, Gerente**, em 19/11/2019, às 18:51, com fundamento no art. 6º, § 1º, do Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015.



Documento assinado eletronicamente por **Daniel Walter Maeda Bernardo, Superintendente**, em 19/11/2019, às 19:38, com fundamento no art. 6º, § 1º, do Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015.



A autenticidade do documento pode ser conferida no site [https://sei.cvm.gov.br/conferir\\_autenticidade](https://sei.cvm.gov.br/conferir_autenticidade), informando o código verificador **0883813** e o código CRC **D6AC86FE**.  
*This document's authenticity can be verified by accessing [https://sei.cvm.gov.br/conferir\\_autenticidade](https://sei.cvm.gov.br/conferir_autenticidade), and typing the "Código Verificador" 0883813 and the "Código CRC" D6AC86FE.*

---