



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Memorando nº 4/2020-CVM/SIN/GIES

Rio de Janeiro, 04 de maio de 2020.

De: SIN

Para: SGE

Assunto: Pedido de dispensa do art. 39, § 2º, da Instrução CVM nº 356/01 - Itapeva XII Multicarteira FIDC-NP.

1. Trata-se de pedido de dispensa apresentado pela CM Capital Markets CCTVM Ltda. ("CM Capital") e pela RCB Portfólios Ltda. ("RCB"), respectivamente Administradora/Custodiante e Gestora do ITAPEVA XII MULTICARTEIRA FIDC-NP ("Fundo"), acerca do cumprimento do art. 39, § 2º, da Instrução CVM nº 356/01 ("ICVM 356"), de forma a permitir que o Fundo possa adquirir direitos creditórios originados e cedidos por parte relacionada da Gestora:

"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."

I- PEDIDO DE DISPENSA - ART. 39, § 2º, DA ICVM 356

2. O Fundo é "Não-Padronizado", regido tanto pela ICVM 356 quanto pela Instrução CVM nº 444/06 ("ICVM 444"), e tem como objetivo a aquisição de direitos creditórios pulverizados, vencidos e não pagos e originados de operações financeiras. A Gestora também atua na cobrança judicial e extrajudicial dos direitos creditórios do Fundo.

3. A RCB possui como sócios duas pessoas físicas, uma pessoa jurídica sediada no exterior - que atua no segmento de *non performing loans* - NPL no mundo - e o Banco Bradesco S.A., controlador com 65%, todos qualificados como investidores profissionais. O Fundo em questão terá como cotistas exclusivos os sócios da RCB, com exceção do Banco Bradesco S.A., sendo que as cotas do Fundo não serão admitidas para negociação em mercado.

4. Parte substancial da carteira de NPL adquirida pelos fundos geridos

pela RCB são originadas por instituições financeiras, sendo a cobrança efetuada e gerenciada pela RCB e empresas que compõe o seu grupo econômico. Ressaltam os requerentes que a RCB possui um histórico de parceria para cobrança de créditos originados pelo Bradesco que é anterior a 2018, ano que o Banco adquiriu a participação societária na RCB.

5. Esclarece a requerente que, no âmbito da parceria, não se impôs qualquer exclusividade ou prioridade na prestação de serviços entre o Bradesco e a RCB ou na aquisição, pela RCB ou fundos geridos, de carteiras originadas pelo Bradesco, o que permite a continuidade da atuação independente no mercado com relação a outras carteiras de crédito, inclusive originadas por concorrentes do Banco Bradesco. Assim, a RCB se mantém operacionalmente independente em sua atuação e na tomada de decisões referentes as suas atividades, inclusive na gestão de fundos, observadas ainda a segregação imposta pela regulação bancária e de mercado de capitais entre o Banco e a RCB.

6. A RCB pretende, caso autorizado pela CVM, alocar os recursos do Fundo na aquisição de direitos creditórios vencidos originados ou cedidos pelo Bradesco ou entidades do grupo econômico do Banco - partes relacionadas da RCB - de forma a cumprir a política de investimentos do Fundo.

7. O requerente relembra que essa vedação do art. 39, § 2º, foi introduzida na ICVM 356 pela Instrução CVM nº 531, de 2013, com o objetivo de evitar estruturas que propiciam a ocorrência de conflito de interesses, em que a concentração de funções por um mesmo participante, ou por partes a ele relacionadas, poderia comprometer a boa governança dos FIDC. Em especial, conforme exposto no relatório de audiência pública da ICVM 531, essa solução foi criada para *"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"*.

8. Reconhecendo que a inclusão desse dispositivo propicia maior proteção para investidores de FIDC, o requerente pontua que o FIDC-NP é um veículo versátil que viabiliza uma diversidade de estruturas de investimento em direitos creditórios, em especial para o setor de recuperação de ativos inadimplidos. Admite-se, portanto, no FIDC-NP uma maior flexibilidade diante das tradicionais disposições aplicáveis aos demais FIDC, especialmente reconhecido no art. 9º da ICVM 444, que segue transcrito, e em precedentes do Colegiado da CVM (citou os exemplos dos Processos RJ-2011-12448, RJ-2013-4911 e RJ-2014-8516):

Art. 9º A CVM poderá, a seu critério e sempre observados o interesse público, a adequada informação e a proteção ao investidor, autorizar procedimentos específicos e dispensar o cumprimento de dispositivos da Instrução CVM nº 356/01, para os fundos registrados na forma desta Instrução.

9. A Administradora destaca o caráter particular do caso, afirmando que, diferentemente de estruturas tradicionais de securitização de recebíveis por meio de FIDC, a aquisição de direitos creditórios cedidos ou originados por partes relacionadas é dedicada a um público alvo representado pelos próprios sócios da gestora do fundo, a RCB.

10. Nesse cenário, entende o requerente que fica enfraquecida eventual argumentação de ausência de diligência do prestador de serviços conflitado com o Fundo, na medida em que os cotistas são sócios da gestora e a instituição custodiante e administradora do Fundo não são parte relacionada da RCB ou do Bradesco, e assim, diligenciará de forma independente o processo de aquisição

dos créditos, inclusive por meio de verificação dos critérios de elegibilidade.

11. Argumenta também a Administradora que é notória a amplitude do conglomerado financeiro do Bradesco, de modo que as atividades exercidas pela RCB não se confundem com as atividades de originação de créditos, inclusive de carteiras vencidas, pelo Banco. Defende a requerente que os sócios da RCB, também cotistas do Fundo, perderiam oportunidade comercial relevante, mesmo cientes dos riscos envolvidos, na qualidade de investidores profissionais.

12. Outras questões reportadas pela Administradora são as particularidades da aquisição de carteiras vencidas, em que há pulverização de devedores e taxas de desconto superiores se comparadas com as de operações regulares. A análise das referidas carteiras está atrelada a seu potencial de recuperação no âmbito dos procedimentos de cobrança conduzidos pela RCB e não, necessariamente, à qualidade dos devedores considerados por perfil ou individualmente, diferentemente da maioria dos FIDC padronizados, em que tal questão é fundamental na aquisição dos créditos a vencer.

13. Nessa esteira, a requerente cita a manifestação da Ex-Diretora Ana Novaes, no processo RJ2013/4911, apreciado pelo Colegiado em 15 de julho de 2014, em que se discutiu em detalhe o mercado de atuação de FIDC-NP voltado à aquisição de carteiras vencidas e as principais diferenças a serem consideradas, inclusive sob o ponto de vista regulatório, entre o funcionamento desses fundos e as demais estruturas de FIDC:

29. Da descrição acima, algumas conclusões podem ser tiradas. Primeiro, a natureza destes FDICs-NP, que focam na recuperação de crédito massificado inadimplido, é muito diferente de um FDIC padronizado cujo lastro é formado por recebíveis de créditos no curso normal de seu recebimento. Observe-se que uma carteira de crédito adimplente em seu curso normal de recebimento é cedida com pequeno deságio tal como no desconto de uma duplicada não vencida. Esta é uma diferença fundamental entre um FDIC tradicional e o FDIC-NP que busca recuperar o chamado "crédito podre". Os FDICs-NP não adquirem para suas carteiras duplicatas mercantis.

30. Em contraste, uma carteira de créditos inadimplidos é adquirida por um grande desconto. Para ilustrar, uma carteira de crédito adimplente (crédito bom) pode ser cedida com um desconto de 3% do valor de face (isto é R\$97 para cada R\$ 100 de valor de face) enquanto uma carteira com créditos em atraso por mais de 180 dias é adquirida por 3% do valor de face (isto é R\$ 3,0 para cada R\$ 100,0 de valor de face).

31. Segundo, do ponto de vista dos bancos com créditos inadimplidos, a cessão de créditos inadimplidos há mais de 180 dias, provisionados, e baixados, para FDICs-NP representa uma receita adicional através da recuperação de um crédito que já foi totalmente provisionado. Os recursos recebidos com a venda da carteira podem ser alavancados através do uso deles em novos créditos. Assim, um banco com uma carteira de créditos pulverizados vencidos há mais de 180 dias com valor de face de R\$ 1 bilhão, ao receber 3% por ela, recupera R\$ 30 milhões que voltam para o sistema.

32. Além disso, do ponto de vista do banco, uma renegociação de uma dívida de valor de face de R\$ 100 por um valor muito baixo pode criar precedentes de desconto e estimular devedores à inadimplência. Já o FDIC-NP que adquiriu um crédito de valor de face por R\$ 3,00, pode negociar com o devedor o pagamento de algo como R\$ 10,00 e sair no lucro enquanto o devedor tem o seu nome limpo na SERASA/SPC e a sua volta ao mercado de crédito.

33. Podemos concluir que, do ponto de vista econômico, a recuperação de

créditos inadimplidos via FIDCs-NP tem um papel na economia de mercado e que cresce de importância na medida em que o crédito se expande na economia brasileira, tal como ocorreu em outros países.

14. Sobre a governança do Fundo, a Administradora menciona que o regulamento contemplará nível adicional de governança, representado pelo comitê de investimentos composto por representantes indicados exclusivamente pela totalidade dos seus cotistas. Dentre as atribuições do comitê, destacam-se: (i) supervisionar e monitorar a atuação e desempenho do Fundo, Administradora, Gestora e Agente de Cobrança e demais prestadores de serviço, recomendando eventuais substituições; (ii) definir diretrizes aplicáveis aos investimentos, desinvestimentos e re-investimentos em direitos creditórios, submetendo propostas a assembleia geral. Reforça a Administradora que a Gestora manterá a sua independência e competência no que se refere à gestão discricionária da carteira, sem deixar de prestar contas e observar as limitações impostas pelo comitê de investimentos.

15. Se deferido o presente pedido de dispensa, a Administradora ainda se compromete, perante a CVM, a: (i) prever os exatos termos da dispensa no regulamento do Fundo; (ii) buscar a anuência expressa da totalidade dos cotistas, mediante aprovação unânime em assembleia; e (iii) revisão e anuência de cada operação pelos membros do comitê de investimentos.

16. Voltando aos precedentes, a requerente destaca o caso da BRL Trust (Processo CVM-RJ-2013/4911, em 15/7/2014), administradora dos FIDC-NPs Ipanema, que solicitou dispensa do mesmo dispositivo para permitir que o Banco Santander, custodiante do fundo em questão, pudesse ser um dos cedentes dos direitos creditórios inadimplidos, uma vez que se trata de um importante participante desse segmento. O fundo, destinado a investidores profissionais diversos, possuía gestão e administração independente do Santander. O Colegiado negou o pleito considerando que não havia especificidade que ensejasse uma dispensa e que eventual acolhimento do pedido institucionalizaria a prática do "cherry picking", fragilizando a plataforma regulatória.

17. A Administradora, no presente caso, destaca que o custodiante é independente do gestor, do administrador e do banco cedente, e está circunscrito a uma situação em que, como relatado, os sócios da gestora são também os cotistas exclusivos do Fundo. Sustenta a Administradora que a dispensa pretendida, assim e de forma diferente da vista no precedente, não fragiliza a estrutura regulatória e se coaduna com o disposto no art. 9º da ICVM 444, pois não haveria afronta ao interesse público ou a uma adequada proteção de investidores.

18. Com referência ao precedente do FIDC-NP Z1+ (Processo CVM-RJ-2014/8516), a requerente destaca que o Colegiado concedeu a dispensa ao cumprimento do art. 39, § 2º, da ICVM 356, de forma a permitir a cessão de direitos creditórios de parte relacionada da consultoria contratada pelo fundo. O Colegiado embasou a decisão no fato de o fundo ser exclusivo, não negociar suas cotas em mercado secundário e ter como cotista a consultora especializada contratada. Entendeu o Colegiado que, nessas circunstâncias, não subsistia o conflito de interesses, pois o prestador de serviço envolvido na dispensa também era o único cotista do fundo.

19. A Administradora destaca novamente as semelhanças entre o presente caso e o Z1+, ou seja, cotistas que são os sócios da gestora; o fato de as cotas não serem admitidas a negociação em mercado secundário; e o afastamento da possibilidade de conflito de interesses, pois o gestor, por ser

controlado pelos cotistas, possuiria interesses alinhados a eles.

20. Por fim, a Administradora requer que o pedido de dispensa se aplique não somente ao Fundo, mas à FIDC-NPs geridos pela RCB com a mesma estrutura de proteção do presente Fundo, ou seja: (i) os cotistas sejam exclusivamente sócios da RCB, em conjunto ou separadamente; (ii) as cotas não sejam admitidas a negociação em mercados secundários, salvo por transação entre os próprios cotistas; (iii) aprovação da aquisição dos recebíveis do Banco Bradesco, ou entidades do seu grupo econômico, em assembleia geral de cotistas ou por meio de comitê de investimentos cujos representantes são nomeados pelos cotistas, em comum acordo.

II- ENTENDIMENTO DA SIN/GIES

21. Primeiramente, manifestamos a nossa concordância, em linhas gerais, com os argumentos expostos pela Administradora, de forma a entender como possível a concessão de dispensa pelo Colegiado no caso concreto, considerando a especificidade do caso, a semelhança com o precedente do FIDC Z1+ e o disposto no art. 9º da ICVM 444.

22. A requerente remonta ao histórico de inclusão do art. 39, § 2º, na ICVM 356 de evitar o conflito de interesses presente nas estruturas verticalizadas de "originar pra distribuir", o que parece menos provável neste caso, dado que o banco cedente e também o controlador da gestora do fundo.

23. Além dos argumentos trazidos pela requerente, entendemos que o conflito pode também ser minimizado pelo fato de o Fundo se propor a adquirir créditos inadimplidos, ou seja, vencidos e não pagos. Nesse sentido, a cessão não ocorre imediatamente após a originação do crédito, como visto nos casos problemáticos de FIDC do passado, mas sim em um momento significativamente posterior, o que permite uma maior transparência da transação e do lastro. Outro motivo que nos leva a não considerar factível que o cedente se veja conflitado em seus processos de originação em função da existência desse FIDC é que a suposta falta de diligência na originação do crédito continuaria penalizando de toda forma o próprio banco, dado o desconto oferecido quando de sua cessão ao fundo.

24. Destacando os precedentes, sobre a questão trazida no caso da BRL Trust (Processo CVM-RJ-2013/4911, em 15/7/2014), entendemos que a diferença fundamental reside no fato de que, apesar de os fundos objeto também serem "não-padronizados" e adquirirem créditos inadimplidos, os cotistas, apesar de profissionais, não figuravam como sócios do gestor, ou seja, não eram os próprios gestores adquirindo créditos de uma parte a eles relacionada. De outro lado, não havia a caracterização de um interesse único e indissociável entre eles. Ou seja, naquele caso os fundos objeto da dispensa eram ofertados para investidores sem qualquer relação com os prestadores de serviço do veículo.

25. Lembramos que, baseados nos precedentes deste Colegiado (Processo CVM nº RJ-2006-7974 ou Processo RJ-2007-3280), entendemos por interesse único, comum e indissociável "as operações em que os cotistas seguem o comando único de um controlador comum". No presente caso, conforme sustentado pela requerente, enquanto também permanecerem sócios da RCB, os cotistas do fundo estão vinculados por um interesse único, comum e indissociável.

26. Caso, na presente estrutura, o Fundo possuísse como cotistas exatamente os mesmos sócios da gestora, com a inclusão do Banco Bradesco, entendemos que a situação se apresentaria ainda mais favorável à concessão da dispensa do que a vista no caso do FIDC Z1+, já que o alinhamento de interesses visto neste caso se dá com um prestador de serviços mais central na estrutura

(gestor) do que naquele precedente (consultor). Neste caso, contudo, o Banco Bradesco, detentor de 65% da gestora, não figura como cotista do fundo. Entretanto, em nosso entendimento, a ausência do banco cedente como cotista da classe única do fundo inclusive mitiga ainda mais o conflito, pois eleva o nível do alinhamento de interesses do gestor com o fundo (no caso, com a parcela desse gestor não ligada ao cedente), a reforçar a convicção da SIN/GIES pela concessão da dispensa.

27. O FIDC-NP tem sido usualmente objeto de pedidos de dispensa, principalmente pelo fato de contar somente com investidores profissionais e por investir em direitos creditórios de característica diversa daquelas inerentes aos direitos creditórios "padronizados". Essa particularidade, inclusive, está refletida no art. 9º da ICVM 444, que permite à CVM, observado o interesse público, a adequada informação e proteção ao investidor, autorizar a concessão de dispensas de cumprimento a dispositivos da ICVM 356.

28. Nessa esteira, podemos citar a Deliberação CVM nº 782 que autorizou a SIN a conceder determinadas dispensas pra esse universo de FIDC-NP, com base nos diversos precedentes que o Colegiado havia enfrentado a respeito e no citado art. 9º da ICVM 444. Dentre essas dispensas, destacamos:

- (i) o cumprimento do art. 40-A da ICVM 356, que trata do limite de concentração por devedor;
- (ii) o disposto no art. 38, §7º, inciso II, da ICVM 356, permitindo que o cedente realize a guarda dos documentos relativos aos direitos creditórios; e
- (iii) a permissão para a não apresentação ou atualização do prospecto, prevista nos arts. 8º, 25 e 34, da ICVM 356.

29. Essa deliberação não trata da dispensa ao art. 39, § 2º, da ICVM 356, como requer a Administradora, uma vez que foram poucos os casos autorizados nesse sentido, motivo pelo qual avaliamos cada situação concreta. Estruturas da natureza como a solicitada pela requerente tendem a ocorrer em menor quantidade, de forma a, talvez, não justificar a edição de uma deliberação pelo Colegiado. Contudo, não custa citar que a citada Deliberação destaca como condições necessárias para aquelas dispensas (1) o FIDC-NP ser destinado a um único investidor ou investidores que possuem interesse único, comum e indissociável, e (2) que as suas cotas não sejam objeto de negociação em mercado secundário, o que também se verifica aqui.

30. Para continuarmos ilustrando as dispensas relacionadas ao art. 9º da ICVM 444, podemos também citar a dispensa concedida para o Bertolucci FIDC-NP, no âmbito do Processo CVM RJ-2011-12448. Em reunião de Colegiado de 20/3/2012, a Presidente da CVM na época, Maria Helena Santana, apresentou Voto, acompanhado pelo Colegiado, de forma a permitir que aquele FIDC-NP pudesse investir no exterior, dispensando o cumprimento do art. 36, inciso III, da ICVM 356, além de ter dispensado o cumprimento do art. 40-A - dispensa posteriormente incorporada à Deliberação CVM nº 782. Nota-se que o fundo era destinado a investidor exclusivo e suas cotas não seriam admitidas à negociação.

31. No Voto se destacou 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". Continua, em seu voto, afirmando que "se por um lado a norma previu maior flexibilidade para acomodar particularidades dos direitos creditórios chamados de não-padronizados, ela por outro restringiu a oferta do produto a um público investidor

ainda mais restrito do que os dos FIDCs".

32. Nesse sentido, pontuou, sobre o art. 9º da ICVM 444, que "ao desenvolver o FIDC-NP o regulador sabia estar diante de uma espécie de fundo de investimento que aplicaria em direitos creditórios especiais, o que demandaria um regramento próprio, e que, por conta da diversidade de hipóteses para a sua utilização, preferiu não restringir seu escopo, podendo excepcionar o cumprimento da regra para o caso específico quando não vislumbrasse prejuízo ao interesse público, ao mercado e aos investidores".

33. Por fim, um reforço importante na governança do Fundo, trazido pela requerente, deve-se ao fato de que, posteriormente ao início das operações do Fundo, os cotistas exclusivos aprovarão, em assembleia, por unanimidade, a possibilidade de o Fundo adquirir direitos creditórios originados ou cedidos pelo Banco Bradesco S.A., caso a CVM venha a conceder tal dispensa. Outro reforço à governança deve-se ao fato de que a instituição administradora e custodiante não é parte relacionada ao gestor ou ao Banco Bradesco, ou seja, é um terceiro independente, que, assim, tem condições de exercitar um monitoramento independente da atividade de gestão.

34. Caso o Colegiado entenda pela concessão da dispensa para o Itapeva XII Multicarteira FIDC-NP, esta área técnica também não vê óbice que a mesma dispensa seja concedida a outros FIDC-NPs administrados pela CM Capital e geridos pela RCB, que venham a ser constituídos nas mesmas condições do presente Fundo, ou seja: (i) possuírem como cotistas exclusivos os sócios da RCB; (ii) não permitirem a listagem das suas cotas em mercados organizados; e (iv) aprovarem, em assembleia geral e por unanimidade, a possibilidade de os FIDC-NPs adquirirem direitos creditórios inadimplidos, originados ou cedidos pelo Banco Bradesco S.A.

III - CONCLUSÃO

35. Com base em todo o exposto, propomos ao Colegiado a concessão do pedido de dispensa do cumprimento do art. 39, § 2º, da ICVM 356, pelo Itapeva XII Multicarteira FIDC-NP, de forma a permitir que o Fundo possa adquirir direitos creditórios originados ou cedidos pelo Banco Bradesco S.A., controlador e parte relacionada da gestora, RCB, considerando que:

- a) o Fundo possui cotistas, investidores profissionais, que também são sócios da gestora, RCB, caracterizando o vínculo por interesse único, comum e indissociável entre eles;
- b) as cotas do Fundo não serão admitidas para negociação em mercados secundários;
- c) a referida dispensa se enquadra no art. 9º da Instrução CVM nº 444, pois não há afronta ao interesse público e nem risco a adequada proteção ao investidor;
- d) o administrador e o custodiante não são partes relacionadas ao gestor ou ao Banco Bradesco S.A.;
- e) o caso está circunscrito à situação concreta apresentada, ou seja, um FIDC-NP e a relação de sociedade dos seus cotistas exclusivos com a gestora e o banco originador e cedente dos créditos, não fragilizando, assim, a plataforma regulatória e o conflito de interesses que se buscou evitar com a vedação do art. 39, § 2º, da ICVM 356; e
- f) haverá aprovação da pretendida transação por meio de

assembleia geral de cotistas, com a aprovação da matéria por unanimidade

36. Propomos, também, que a dispensa ora concedida ao Itapeva XII Multicarteira FIDC-NP seja estendida aos demais FIDC-NPs que venham a ser constituídos pela CM Capital e pela RCB e que tenham exatamente as mesmas características listadas neste Memorando.

37. 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 **Daniel Walter Maeda Bernardo, Superintendente**, em 15/05/2020, às 15:01, com fundamento no art. 6º, § 1º, do Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015.



Documento assinado eletronicamente por **Bruno de Freitas Gomes Condeixa Rodrigues, Gerente**, em 15/05/2020, às 19:14, 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, informando o código verificador **0984806** e o código CRC **A917639D**.

*This document's authenticity can be verified by accessing https://sei.cvm.gov.br/conferir_autenticidade, and typing the "Código Verificador" **0984806** and the "Código CRC" **A917639D**.*