



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Memorando nº 11/2020-CVM/SIN/GIES

Rio de Janeiro, 11 de julho de 2020.

DE: SIN

PARA: SGE

Assunto: Pedido de dispensa de cumprimento do art. 39, § 2º, da Instrução CVM 356 em FIDC

1. Trata-se de pedido de dispensa do art. 39, § 2º, da Instrução CVM nº 356, protocolizado pelo Banco Daycoval S.A. ("Daycoval"), na qualidade de administrador fiduciário, e complementado posteriormente em atendimento às solicitações realizadas pela GIES no Ofício nº 110/2020/CVM/SIN/GIES.

### I. DO PEDIDO DE DISPENSA

2. É intenção do Daycoval administrar um FIDC, constituído sob a forma de condomínio fechado, que terá como objetivo principal a aquisição de direitos creditórios decorrentes da comercialização de energia no mercado livre entre a Delta Fund II Comercializadora de Energia S.A. (ou outra sociedade do Grupo Delta, nos termos da resposta ao Ofício, ref. SEI 1034879) e seus clientes pessoas jurídicas.

3. Destaca o Administrador que: *"a Gestora faz parte de um grupo econômico com mais de 18 anos de atuação em energia do país. O Grupo Delta Energia iniciou as suas atividades com a Delta Comercializadora e, por meio do Fundo, visa propiciar aos investidores investimentos no mercado de energia com a expertise do Grupo Delta Energia"*.

4. Ocorre que, na estrutura idealizada pelo Daycoval, o Fundo será gerido pela Delta Energia Administração de Recursos Ltda., em desacordo com o dispositivo que veda parte relacionada ao gestor de ceder ou originar, direta ou indiretamente, direitos creditórios aos fundos nos quais atuem. As cotas de emissão do fundo serão distribuídas por meio de oferta pública com esforços restritos, regulada pela Instrução CVM nº 476/09, destinada exclusivamente a investidores profissionais, tendo a possibilidade subsequente de negociação das cotas em mercado secundário.

5. Como justificativas para a dispensa de cumprimento da norma, o administrador destacou que:

- a) a comercializadora terá como objeto social e propósito exclusivo a realização de operações no mercado de energia nos exatos termos indicados e aprovados pela gestora;
- b) a comercializadora não poderá realizar qualquer outra operação que não tenha sido aprovada pela gestora; e
- c) todos os direitos creditórios e os resultados da comercializadora serão repassados integralmente ao Fundo - *"assim, a Comercializadora será tão somente um veículo para que o Fundo possa acessar ao mercado de compra e venda de energia, por meio da*

*aquisição de direitos de crédito decorrentes de contratos de venda de energia originados pela Comercializadora".*

6. Adicionalmente, o Daycoval também solicitou que o Fundo possa adquirir Notas Promissórias ou Debêntures emitidas pela própria comercializadora com o objetivo de adiantar os recursos necessários para a compra de energia a ser posteriormente vendida a terceiros.

7. Tal dispensa se justificaria na medida em que o início da operação demandaria recursos para a aquisição de energia que, caso não fossem adiantados pela própria comercializadora, poderiam ser caracterizados como de existência futura e valor desconhecido, conforme definição do inciso VI do art. 1º, § 1º, da Instrução CVM nº 444/14. Além do pedido de dispensa, o Daycoval também propõe submeter a aquisição desses direitos creditórios à deliberação dos cotistas do Fundo.

8. Maiores detalhes acerca da estrutura e do funcionamento do mercado livre de compra e venda de energia foram fornecidos na petição e na complementação, ocasião em que foi também disponibilizado estatuto social da comercializadora, registro na Agência Nacional de Energia Elétrica - ANEEL, contrato de adesão à Câmara de Comercialização de Energia Elétrica - CCEE e minuta de contrato de compra e venda de energia. A respeito, cabe destacar que é característico do mercado aberto de energia elétrica a necessidade de associação à CCEE, que atua como registradora central do sistema, mas não como garantidora ou contraparte central.

9. O Administrador destaca que, no âmbito operacional, uma das principais atividades da CCEE é contabilizar as operações de compra e venda de energia elétrica, apurando mensalmente as diferenças entre os montantes contratados e os montantes efetivamente gerados ou consumidos pelos agentes de mercado. Para tanto, registra os contratos firmados entre compradores e vendedores, além de medir os montantes físicos de energia movimentados pelos agentes.

10. Relata o Administrador que a CCEE também determina os débitos e créditos desses agentes com base nas diferenças apuradas, realizando a liquidação financeira das operações. Para valorar tais diferenças, a instituição calcula o chamado Preço de Liquidação das Diferenças - PLD.

11. Ressalta o Administrador que:

*Desse modo, tendo em vista que atualmente o Fundo (i) não poderia acessar diretamente a CCEE, nem (ii) poderia ser agente comercializador direto de energia, se desejar ter controle sobre a qualidade e características de direitos creditórios originados no mercado de energia precisaria necessariamente manter relação contratual com uma comercializadora de energia associada à CCEE para que esta, mediante instruções do gestor do Fundo, origine direitos creditórios com características e qualidades desejáveis com base na política de investimento do fundo.*

12. A petição conta ainda com um trecho que busca demonstrar uma possível mudança ou flexibilização de entendimento do Colegiado acerca da aplicação do art. 39, § 2º, tendo o argumento sido assim construído:

*a) primeiramente, lembrou-se da menção realizada pela ex-Diretora Ana Novaes, no âmbito do Processo RJ-2013-4911, de 15.07.14, no qual o Santander, na qualidade de custodiante, teve o seu pedido indeferido ao pleitear permanecer como um dos cedentes de FIDC-NP que pretava serviços; segundo a ex-Diretora "no meu entender, a CVM, ao se deparar com casos de fraudes envolvendo FIDCs, atuou para eliminar potenciais conflitos de interesses. A nova regulação não admitiu exceções. E acho que ela foi positiva nesse sentido, uma vez que fundos mais complexos, tais como FIDCs, podem sempre apelar à CVM por um pedido de dispensa, desde que observados determinados critérios";*

*b) em seguida, foi mencionado o julgamento do Processo RJ-2014/8516, em 16.02.16, no qual a CVM teria começado a rever seu posicionamento, concedendo dispensa, por unanimidade, a FIDC-NP destinado a cotista exclusivo que atuava também como consultor especializado do fundo e era parte relacionada ao originador (Caso ZI+ FIDC-NP);*

*c) dando prosseguimento, o Daycoval citou o julgamento de 24.10.17, no qual o Colegiado também concedeu dispensa para que FIC-FIDC comprasse cotas de FIDC administrado e gerido por partes relacionadas (no caso, Intrag e Kinea), a despeito do potencial de conflito de interesses na definição do preço da negociação sem interferência de terceiros independentes (ou seja, o participante dominando as duas pontas da estrutura); e*

*d) por fim, foi destacado o entendimento da SIN em 26.11.19, no âmbito do Processo SEI nº 19957.009481/2019-66, acerca da possibilidade de FIDC adquirir debêntures incentivadas de*

*titularidade de parte relacionada, uma vez que "são valores mobiliários emitidos publicamente, por meio das Instruções CVM nº 400 ou 476, contam com instituição financeira intermediária para efetuar as diligências exigidas pelas normas e o emissor se sujeita às normas de transparência mínima dispostas nas Instruções CVM nº 480 e 476.*

13. Dessa forma, o Daycoval entendeu cabível o presente pedido de dispensa, uma vez que a sua proposta guardaria semelhança com o histórico recente de decisões colegiadas, e listando os elementos estruturais de mitigação de conflito de interesses que considerou necessários e suficientes para a governança do fundo, a saber:

- a) destinação exclusivamente a investidores profissionais;
- b) a comercializadora originará os direitos creditórios conforme critérios aprovados e indicados pela gestora;
- c) a comercializadora não poderá realizar qualquer outra operação de compra e venda de energia senão aquelas destinadas à cessão ao Fundo;
- d) o preço de cessão dos direitos creditórios ao Fundo será previamente determinado e levará em consideração o preço pago na compra de energia e os custos operacionais da comercializadora, de modo que toda diferença entre o preço de compra e de venda de energia, descontado dos custos operacionais, seja repassada ao Fundo;
- e) os contratos de compra e venda de energia são altamente regulados, registrados e contabilizados pela CCEE, com base em legislação específica; e
- f) deliberação em assembleia geral de cotistas por unanimidade para o contrato de cessão - "O contrato de cessão será um contrato "guarda-chuva" contendo os termos e condições a serem observados em todas as cessões de direitos creditórios a serem realizadas pela Comercializadora ao Fundo ao longo de toda a vida do Fundo".

## II. ENTENDIMENTO DA SIN/GIES

14. Primeiramente, defendemos o indeferimento do pedido do Administrador, por considerar que a estrutura proposta não mitiga os conflitos de interesses envolvidos na cumulação das funções de gestão do fundo e as de cessão por partes relacionadas. Além disso, nos casos em que tal exigência foi excepcionada, os precedentes do Colegiado sempre apontaram para a impossibilidade de captação de recursos de terceiros indistintos nesses FIDC com aquisição de direitos creditórios cedidos ou originados por parte relacionada ao gestor do Fundo.

15. No caso em tela, temos a situação em que a comercializadora de energia, regulada pela ANEEL, irá originar os direitos creditórios a serem adquiridos pelo Fundo, sendo que o gestor do Fundo, parte relacionada da comercializadora, será responsável por representar os interesses do cotistas, em interesse oposto ao do grupo econômico a que pertence, na negociação da compra e venda dos ativos pelo fundo.

16. Nesse sentido, podemos observar que o Grupo Delta possui pelo menos mais duas comercializadoras de energia cadastradas na ANEEL, de modo que, a nosso ver, apesar dos mitigadores propostos, continuaria a haver conflito de interesses, pois o grupo Delta estaria atuando nas duas partes do processo, ou seja, interessado em originar contratos de comercialização de energia, e cedê-los ao maior preço possível (para maximizar o retorno dos seus acionistas), e, de outro lado, interessado na taxa de gestão do Fundo e na compra dos ativos pelo menor preço possível (para maximizar a performance do fundo).

17. E, diante dessa circunstância, também perde o efeito o compromisso prestado pelo grupo de que todos os direitos creditórios originados pela comercializadora seriam cedidos em regime de exclusividade ao fundo. Afinal, se essa é apenas uma dentre outras que podem exercer o mesmo papel de compra e venda desses contratos no âmbito do grupo, não fica afastada a possibilidade de materialização de vícios típicos decorrentes desse conflito como o de originar para distribuir ou o de cherry picking.

18. Assim, os papéis de originador e gestor continuariam conflitantes. Dessa forma, a proposta de vinculação de receitas, resultados e obrigações de cessão ao Fundo não afastam os potenciais conflitos de interesses vedados expressamente pelo art. 39, § 2º, da ICVM 356, pois, na presente estrutura, o Gestor continuaria diretamente ligado aos interesses de um originador e cedente do fundo.

19. A propósito, questionado sobre a existência de garantias contratuais relacionadas à venda de energia elétrica por parte da comercializadora em relação aos compradores de energia, o Daycoval explicou que os contratos são livremente pactuados, de forma que não há obrigatoriedade de constituição de garantias para além da existência do já mencionado mecanismo central de registro.
20. Ainda sobre o potencial conflito de interesses existente na estrutura, entendemos que ele também é agravado pelo fato de o Gestor pretender adquirir Notas Promissórias ou Debêntures da Comercializadora com o intuito de adiantar os recursos necessários para compras de energia.
21. O Gestor, aqui, utilizaria o Fundo para financiar diretamente projetos de interesse de seu grupo econômico em potencial conflito com a sua atuação fiduciária perante os investidores do Fundo. Caso, por exemplo, a Comercializadora enfrente dificuldades e precise de recursos, o Fundo estaria apto a adiantar tais recursos com o interesse de, por outro lado, continuar a adquirir os direitos creditórios originados pelo grupo a que pertence.
22. Um último mitigador mencionado que, ao nosso ver também não afasta situações de conflito, reside no fato de que a assembleia geral de cotistas aprovaria uma espécie de contrato de cessão "guarda-chuva", contendo os parâmetros a serem observados em todas as cessões de direitos creditórios.
23. Entendemos, contudo, que o contrato de cessão "guarda-chuva" se refere a critérios de elegibilidade que já poderiam, inclusive, vir descritos no Regulamento do Fundo. Ou seja, os cotistas iniciais do Fundo não avaliariam cada aquisição concreta (até porque seria inviável), incluindo aí a adequação da taxa de desconto da cessão. Ainda, como as cotas poderão ser negociadas em mercados secundários, novos investidores já iriam aderir ao Fundo com a aprovação do contrato "guarda-chuva" feita por outros investidores, reforçando uma natureza que na verdade é tipicamente regulamentar para essa deliberação de assembleia.
24. Sobre os citados precedentes, entendemos serem distintas as dinâmicas do presente caso com a permissão de aquisição de debêntures incentivadas por fundos geridos pela Kinea utilizando-se dos serviços de intermediação prestados pela Intrag, ambas ligadas ao mesmo grupo econômico.
25. Naquele caso, as debêntures são objeto de oferta pública, e, conforme consta da ata da decisão do Colegiado, *"é permitido que os FIDCs, por serem investidos exclusivamente pelo FIC-FIDC, possam negociar entre si os valores mobiliários"*, não se aplicando o art. 39, § 2º. Ou seja, não foi o caso de concessão de qualquer dispensa ao dispositivo, mas sim apenas a de afastar a sua incidência em casos de negociação de ativos entre diferentes FIDC investidos 100% pelo mesmo FIC.
26. Sobre a também não aplicação do mesmo dispositivo para ativos a serem adquiridos intermediados pela Intrag, o caso destacava o fato de que os ativos não seriam adquiridos pela Intrag, mas somente intermediados. Já no presente caso, haverá aquisição e posterior venda para o Fundo. O Colegiado destacou claramente, naquela decisão, que o conflito atacado pelo dispositivo não é de similar magnitude quando a parte relacionada *"atue somente como intermediária da oferta de valores mobiliários a serem adquiridos, ou seja, na qualidade de intermediários"*, e assim, *"não adquiram os valores mobiliários ofertados e nem alienem diretamente ou indiretamente para os fundos"*.
27. Também é nosso entendimento que os julgamentos do Colegiado têm se mostrado favoráveis à dispensa do art. 39, § 2º, apenas nos casos em que os cotistas sejam exclusivamente do mesmo grupo econômico da parte relacionada imiscuída na estrutura do fundo, ou seja, que tenham interesse único e indissociável entre si.
28. A propósito, cabe apontar o caso do Itapeva XII FIDC-NP, apreciado em 02.06.20 pelo Colegiado, no qual as diferenças fundamentais que viabilizaram o deferimento do pedido residiam no fato de se tratar de fundo "não-padronizado" e que os cotistas, além de profissionais, também eram sócios da gestora e, portanto, vinculados por um interesse único, comum e indissociável.
29. Tais situações já possuem previsão normativa, amparados no art. 9º da ICVM 444 e na Deliberação CVM nº 782, que autoriza a SIN à conceder de ofício certas dispensas de cumprimento à dispositivos da ICVM 356. Embora o art. 39 não conste desse rol de dispensas, pontuamos este exemplo de precedentes autorizativos do Colegiado para demonstrar a importância central do fundo ser destinado a um único investidor ou investidores com interesse único, comum e indissociável (e sem possibilidade das cotas serem negociadas em mercado secundário), como elemento que confere um diferenciado conforto na concessão de dispensas que envolvam conflitos de interesse.

30. É possível também citar o pedido de reconsideração de dispensa do FIDC-NP Z1+, de 16.02.16, mencionado pelo Administrador como um "precedente". Ocorre que o caso não serve como precedente, pois, novamente, foi delimitado a situações envolvendo FIDC "Não-Padronizado" com cotista único, o qual ali era ligado ao consultor especializado.

31. Fazemos referência, ainda, ao citado precedente do Colegiado de 15.07.14, na qual se apreciou o pedido de dispensa do art. 39, § 2º, para o FIDC-NP Ipanema, que foi indeferido. Na ocasião, prevaleceu o entendimento da área técnica de que a flexibilização do conflito de interesses em estruturas verticalizadas poderia fragilizar a plataforma regulatória e institucionalizar a prática do *cherry picking*.

32. O último precedente citado pelo Administrador sequer foi apreciado pelo Colegiado desta Autarquia, apesar do citado parecer preliminar favorável da área técnica. Naquele caso (19957.009481/2019-66) os direitos creditórios adquiridos seriam somente debêntures de infraestrutura, submetidos à Lei 12.431 e ofertados publicamente, o que daria mais transparência para o processo de aquisição.

33. Contudo, não houve deliberação do Colegiado, pois, ao responder a diligências adicionais da área técnica para a continuidade da análise, o solicitante desistiu do pedido. Assim, por sequer ter sido apreciado pelo Colegiado, tampouco poder ser considerada a estrutura proposta naquele caso como a final do participante, não há como cogitar aquela análise como um precedente para quaisquer efeitos.

34. Em suma, o presente pedido de dispensa carece da estrutura básica delimitada pelo Colegiado da CVM em outros precedentes de dispensa do art. 39, § 2º, da ICVM 356: (i) FIDC-NP; (ii) não haja possibilidade de negociação das cotas em mercados secundários; e (iii) existência de cotista único ou vinculados por interesse único e indissociável, sendo sócios de um dos prestadores de serviço.

### III. CONCLUSÃO

35. Finalmente, propomos o indeferimento do pleito, pois:

a) conforme todo exposto, estrutura apresentada não mitiga os potenciais conflitos de interesses existentes entre os papéis de um gestor e o de um originador/cedente dos direitos creditórios (conflito *sell side vs buy side*), motivação da edição da Instrução CVM nº 531 que introduziu a vedação do art. 39, § 2º, da ICVM 356; e

b) a presente estrutura sequer se enquadra nos precedentes do Colegiado sobre a dispensa ao art. 39, § 2º, da ICVM 356, que exigiram: (i) a constituição de um FIDC-NP; (ii) a vedação a possibilidade de negociação das cotas em mercados; e (iii) a existência de cotista único ou vinculados por interesse único e indissociável, devendo figurar como sócios de um dos prestadores de serviço do fundo.

36. Sugerimos, ainda, que os casos envolvendo flexibilização do art. 39, § 2º, da ICVM 356, sejam mais apropriadamente avaliados no âmbito da audiência pública que está em elaboração, conforme agenda regulatória da CVM.

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 15/07/2020, às 11:15, 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 17/07/2020, às 10:00, 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 **1053082** e o código CRC **81CB22A1**.

*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" **1053082** and the "Código CRC" **81CB22A1**.*