



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Memorando nº 17/2020-CVM/SIN/GIES

Rio de Janeiro, 6 de janeiro de 2020.

De: SIN

Para: SGE

Assunto: Pedido de dispensa de cumprimento do art. 39, § 2º, da Instrução CVM nº 356/01 em FIDC-NP - Processo 19957.007831/2020-93.

1. Trata-se de pedido de dispensa apresentado pela Santander Caceis Brasil DTVM S.A. ("Santander" ou "Administradora") na qualidade de Administradora e Custodiante do BS INTER FIDC-NP MULTISSETORIAL ("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 ou cedidos pelo Consultor, Gestor e suas partes relacionadas, uma vez que são partes relacionadas do cotista exclusivo do Fundo:

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.

2. O Fundo possui como Cotista Exclusivo indireto (por meio de um FIC-FIM) uma pessoa física, investidora profissional, sendo que a V8 Capital Gestão de Investimentos Ltda. é a Gestora do Fundo e a BSPAR Finanças Consultoria e Assessoria Empresarial Ltda. atua como Consultora. A Gestora é controlada pelo sobrinho do Cotista Exclusivo do FIDC e a Consultora tem como controlador o próprio Cotista Exclusivo.

3. Ainda, o Administrador apresentou no pedido de dispensa o nome de 10 pessoas jurídicas como possíveis cedentes, todos possuindo o Cotista Exclusivo como controlador.

I - DO PEDIDO DE DISPENSA

4. O Administrador destaca que o Fundo terá um amplo objetivo de investimento, podendo adquirir direitos creditórios a vencer, vencidos, de

existência futura, dentre outros. Na sequência, o Administrador, além de destacar a relação existente entre o Cotista Exclusivo, a Gestora, Consultora e potenciais cedentes, enfatiza que o Fundo não terá as suas cotas admitidas à negociação no mercado.

5. O requerente relembra que a 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"*.

6. 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, RJ2013-4911 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.

7. O requente observa que a preocupação central da vedação está relacionada com (i) a transferência de riscos inerente a estruturas tradicionais de securitização de recebíveis; e (ii) a ausência de diligência, ou diligência insuficiente, em decorrência do vínculo existente entre o prestador de serviços do fundo e a respectiva parte relacionada cedente ou originadora.

8. Adicionalmente, pontua a Administradora que, como já reforçado pela CVM na ocasião de análise de dispensas a previsões da Instrução CVM 356, inclusive o atendimento ao artigo 39, §2º, considera-se, a cada análise, os riscos que eventual flexibilização dos controles previstos na norma pode trazer para o ambiente de confiança e credibilidade na indústria de FIDC.

9. No caso concreto, o requerente entende existir fundamentos para o afastamento da vedação, pois:

a) diferentemente de estruturas tradicionais de securitização de recebíveis por meio de FIDC, a aquisição de direitos creditórios cedidos ou originados por partes relacionadas, pelo Fundo, não caracterizaria a prática de "originar para distribuir", uma vez que o público-alvo do Fundo está restrito ao Cotista Exclusivo; e

b) o argumento de ausência de diligência do prestador de serviços conflitado com o Fundo, em benefício à parte relacionada aos cedentes e/ou à originadora, é enfraquecido na medida em que a Consultora tem como sócio controlador o próprio Cotista Exclusivo; a Gestora é controlada por sobrinho do Cotista Exclusivo; e os serviços de administração e custódia são prestados por partes não relacionadas ao Cotista Exclusivo, à Consultora ou à Gestora.

10. Como um requisito adicional de governança para o Fundo, a Administradora descreve que, sem prejuízo das suas responsabilidades regulatórias e da Gestora, a realização dos Investimentos Pretendidos, com cedentes que forem considerados parte relacionada, será objeto de aprovação em assembleia geral, pelo cotista único do Fundo, conforme descrito no próprio regulamento do Fundo, a ser realizada antes do início dos investimentos pretendidos.

11. A Administradora, por fim, lista os precedentes, e destaca, primeiramente, a diferença para o caso da BRL Trust (Processo CVM-RJ2013/4911, 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.

12. O fundo em questão, 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.

13. A Administradora, no presente caso, destaca que é independente do gestor, da consultora e dos cedentes, e está circunscrito a uma situação específica. Sustenta a Administradora que a dispensa pretendida 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.

14. 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.

15. A Administradora destaca novamente as semelhanças entre o presente caso e o Z1+, ou seja, cotistas que são os sócios da consultora; 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 é parte relacionada do Cotista Exclusivo.

16. O último precedente citado pela Administradora é o do FIDC-NP Itapeva XII, gerido pela RCB. Segundo a requerente o precedente reproduz, na essência, o Precedente Z1+ e, em acréscimo, permite estender a dispensa a casos semelhantes e detalha, com mais profundidade, as razões pelas quais a dispensa é justificável, aprovando "(i) 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 Bradesco, controlador e parte relacionada da gestora, RCB; e (ii) 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: (a) possuírem como cotistas exclusivos os sócios da RCB; (b) não permitirem a listagem das suas cotas em mercados organizados; e (c)

aprovarem, em assembleia geral e por unanimidade, a possibilidade de os FIDC-NPs adquirirem direitos creditórios inadimplidos, originados ou cedidos pelo Bradesco."

17. Por fim, na medida em que o Cotista Exclusivo e suas partes relacionadas dedicam-se profissionalmente à aquisição de recebíveis, e que o FIDC é o principal veículo, no mercado de capitais, para a participação nestes ativos, a Administradora pleiteia, adicionalmente, em linha com os argumentos acima apresentados, que a dispensa se aplique, também, a outros FIDC, existentes ou a serem criados pelo Cotista Exclusivo e suas partes relacionadas, em conjunto ou separadamente, com as mesmas características do Fundo.

18. Ressalta a Administradora que é de fundamental importância para o Cotista Exclusivo e suas partes relacionadas que a extensão da dispensa seja concedida, pois é de seu interesse o investimento em outros FIDC, com as mesmas estruturas de proteção aplicáveis ao Fundo, com o objetivo de adquirir outros recebíveis de titularidade de partes relacionadas.

19. Estas estruturas de proteção consistem em:

a) os outros FIDC terem, como cotistas, o Cotista Exclusivo e suas partes relacionadas, em conjunto ou separadamente, serem geridos pela Gestora e/ou terem a Consultora na função de consultor especializado;

b) os cedentes serem controlados pelo Cotista Exclusivo ou suas partes relacionadas;

c) as cotas não serem admitidas à negociação em mercado; e

d) a aprovação da aquisição dos recebíveis de titularidade das partes relacionadas depender de aprovação unânime, pelos respectivos cotistas, em assembleia geral de cotistas.

II - CONSIDERAÇÕES DA SIN/GIES

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

21. A requerente remonta o 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 improvável no caso, dada a relação entre o cotista, consultora e cedentes, ou seja, o "detentor" final dos recursos é o mesmo.

22. Destacando os precedentes, sobre a questão trazida no caso da BRL Trust (Processo CVMRJ-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", os cotistas, apesar de profissionais, não figuravam como sócios ou controladores da consultora ou cedentes, ou seja, não eram os próprios cotistas adquirindo algo que eles mesmos venderam. Naquele caso os fundos objeto da dispensa eram ofertados para investidores sem qualquer relação com os prestadores de serviço do veículo.

23. 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.

24. 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.

25. Essa deliberação não trata da dispensa ao art. 39, § 2º, da ICVM 356, 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.

26. 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.

27. O Voto 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".

28. 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".

29. Os precedentes trazidos pelo requerente, relacionados ao Itapeva e Z1+, como mencionados anteriormente, estão bastante alinhados com o presente caso. No Z1+ o cotista exclusivo era também controlador da consultoria especializada que cedia os créditos. No caso atual, o Cotista Exclusivo controla a consultora e os cedentes, de forma similar e, ainda, possui a Gestora como sua

parte relacionada e dos cedentes. Em suma, a Gestora comandará a aquisição de direitos creditórios de partes relacionadas a ela, todos partes relacionadas do Cotista Exclusivo. Ou seja, não há conflito de interesses a ser mitigado uma vez que os recursos financeiros e interesses do vendedor são os mesmos do comprador.

30. Por fim, um reforço importante na governança do Fundo, trazido pela requerente, deve-se ao fato de que a instituição administradora e custodiante não é parte relacionada ao gestor, consultor ou cedentes, ou seja, é um terceiro independente, que, assim, tem condições de exercitar um monitoramento independente das atividades do Fundo. Outro reforço de governança está no fato de que o Cotista Exclusivo consignará a sua aprovação formal para as operações por meio da realização de Assembleia Geral.

31. Caso o Colegiado entenda pela concessão da dispensa para o Fundo, esta área técnica também não vê óbice que a mesma dispensa seja concedida a outros FIDC-NPs semelhantes. Na extensão da dispensa para outros fundos, a Administradora menciona a possibilidade de partes relacionadas ao Cotista Exclusivo também serem cotistas. Nesse sentido, entendemos que os demais FIDC-NP semelhantes devam apresentar, individualmente, as seguintes características principais:

a) administrado pelo Santander Caceis Brasil DTVM S.A., gerido pela V8 Capital Gestão de Investimentos Ltda. com consultoria especializada da BSPAR Finanças Consultoria e Assessoria Empresarial Ltda.;

b) o fundo seja investido pelo Cotista Exclusivo, unicamente, ou suas partes relacionadas, desde que as partes relacionadas também sejam sócios do Cotista Exclusivo nos cedentes potencialmente conflitados;

c) não permitirem a listagem das suas cotas em mercados organizados; e

d) aprovarem, em assembleia geral e por unanimidade, a possibilidade de os FIDC-NPs adquirirem direitos creditórios de partes relacionadas.

III - CONCLUSÃO

32. 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 BS INTER FIDC-NP MULTISSETORIAL, de forma a permitir que o Fundo possa adquirir direitos creditórios originados ou cedidos de partes relacionadas ao seu Cotista Exclusivo, considerando que:

a) o Fundo possui Cotista Exclusivo, investidor profissional, que também é controlador da Consultora e de cedentes;

b) as cotas do Fundo não serão admitidas para negociação em mercados;

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) a Administradora e o custodiante não são partes relacionadas ao gestor, ao Cotista Exclusivo ou à Consultora;

e) o caso está circunscrito à situação concreta apresentada, ou seja,

um FIDC-NP e a relação de controle de seu Cotista Exclusivo com a Consultora e empresas cedentes, 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 cotista.

33. Propomos, também, que a dispensa ora concedida ao Fundo seja estendida aos demais FIDC-NPs que venham a ser constituídos e que apresentem as características descritas no parágrafo 31 deste Memorando.

34. 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 08/01/2021, às 14:43, 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 11/01/2021, às 10:56, 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 **1163496** e o código CRC **D1BFCE4E**.

*This document's authenticity can be verified by accessing https://sei.cvm.gov.br/conferir_autenticidade, and typing the "Código Verificador" **1163496** and the "Código CRC" **D1BFCE4E**.*