



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686

Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000

SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

Ofício Interno nº 21/2021/CVM/SSE/GSEC-1

Rio de Janeiro, 27 de setembro de 2021.

De: SSE

Para: SGE

Assunto: Pedido de dispensa de requisito normativo para Starboard Special Situations III Fundo de Investimento Direitos Creditórios - Não Padronizado. Processo 19957.006040/2021-27.

Senhor Superintendente Geral,

1. Trata-se de pedido de dispensa apresentado pela BTG Pactual Serviços Financeiros S.A. Distribuidora de Títulos e Valores Mobiliários (doravante denominada de "Administradora") e pela Starboard Asset Ltda. (doravante denominada de "Gestora"), na condição de administrador e gestor, respectivamente, do Starboard Special Situations III Fundo de Investimento Direitos Creditórios - Não Padronizado (doravante denominado de "Fundo"), fundo de investimento registrado junto à CVM e inscrito no CNPJ/ME sob o nº 40.365.916/0001-60.

1. DOS FATOS

2. O pedido de dispensa ora em comenta versa sobre o afastamento do art. 40-A da Instrução CVM nº 356, de 17 de dezembro de 2001 ("Instrução CVM 356"), de modo a dispensar o limite máximo de 20% (vinte por cento) do patrimônio líquido referente aos direitos creditórios de um mesmo devedor ou coobrigação de uma mesma pessoa ou entidade.

3. A Gestora estruturou o Fundo em conjunto com o Starboard Special Situations III Fundo de Investimento em Participações Multiestratégia (doravante denominado de "FIP"), inscrito no CNPJ/ME sob o nº 40.011.415/0001-85, a fim de permitir que um mesmo conjunto de cotistas possa investir em participações e

ativos relativos a sociedades que estejam enfrentando problemas de liquidez, crise financeira ou operacional, ou que estejam passando por reestruturação financeira.

4. Os Fundos têm uma base comum de cotistas, e ela é assegurada pelos regulamentos e pelos compromissos de investimentos assinados pelos cotistas, de modo que a subscrição, a aquisição ou a venda de cotas devem ser realizadas de forma conjunta, a fim de manter a mesma composição de cotistas dos dois fundos.

5. De acordo com as alegações dos demandantes, o FIP é o veículo prioritário para aquisição de ativos e participações em sociedades que são alvo da política de investimento. Enquanto que o Fundo é um instrumento subsidiário, visto que os investimentos realizados, por meio desse veículo, serão de forma esporádica e incidental.

6. Os requerentes pleiteiam a dispensa do art. 40-A da Instrução CVM 356 para as operações do Fundo, com fundamento no art. 9º da Instrução CVM nº 444, de 8 de dezembro de 2006 ("Instrução CVM 444"). Considerando que as cotas do Fundo são destinadas a investidores profissionais nos termos da Resolução CVM nº 30, de 11 de maio de 2021 ("Resolução CVM 30"), os demandantes listam os argumentos para a observância do interesse público, a adequada informação e a proteção do investidor:

6.1. O interesse público residiria no fato de que possibilitaria os investimentos em sociedades com dificuldades financeiras, de forma a preservar os empregos por elas gerados e as relações de longo prazo com os demais agentes envolvidos.

6.2. A adequada informação seria respeitada pelo fato de o art. 27 do Regulamento do Fundo alertar sobre a possibilidade de concentração por devedor ou coobrigado dos direitos creditórios. Adicionalmente, os compromissos de investimento assinados pelos cotistas ressaltam o mencionado risco de concentração.

6.3. Quanto à proteção dos cotistas, os investidores profissionais têm a plena capacidade de entender o aludido risco de concentração.

7. Para reforçar sua argumentação, os requerentes citam o fato de que o limite de concentração por devedor não será necessário ser observado, após a provável reforma da Instrução CVM 356, para fundos cujas cotas sejam destinadas a investidores profissionais, nos termos do Anexo Normativo II do Edital de Audiência Pública SDM nº 08/20, de 1º de dezembro de 2020.

Art. 48. A aplicação de recursos em direitos creditórios e outros ativos de responsabilidade ou coobrigação de um mesmo devedor está limitada a 20% (vinte por cento) do patrimônio líquido da classe de cotas.

(...)

§ 6º O FIDC fica dispensado de observar as disposições deste artigo, caso tenha como cotistas exclusivamente:

I - sociedades integrantes de um mesmo grupo econômico, e seus respectivos administradores e controladores pessoas naturais; ou

II - investidores profissionais.

8. Na hipótese de a área técnica negar o pleito, os requerentes demandam "a possibilidade de o FIDC-NP adotar, na verificação do limite de

concentração de sua carteira o PL Conjunto dos Fundos SB". Ou seja, para o cálculo do limite de concentração nos termos do art. 40-A da Instrução CVM, deveria ser considerada a soma dos patrimônios líquidos dos dois fundos ora em comento.

9. Para verificar a possibilidade de enquadramento às exceções previstas no art. 40-A da Instrução CVM 356 e/ou ao disposto na Deliberação CVM nº 782, de 25 de outubro de 2017 ("Deliberação CVM 782"), foi enviado o Ofício nº 85/2021/CVM/SSE/GSEC-1 para os demandantes. Em resposta, resumidamente, os requerentes ressaltam que não há tal possibilidade, diante das características do caso concreto.

2. DO ESTUDO DA ÁREA TÉCNICA

10. O **caput** do art. 40-A da Instrução CVM 356 preceitua o limite de 20% (vinte por cento) para a aquisição de direitos creditórios de um mesmo devedor ou com coobrigação de uma mesma pessoa ou entidade.

11. Os parágrafos do mencionado dispositivo elencam as situações em que tal limite de concentração pode ser aumentado.

§ 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; e

II - se tratar de aplicações em:

a) títulos públicos federais;

b) operações compromissadas lastreadas em títulos públicos federais; e

c) cotas de fundos que possuam como política de investimento a alocação exclusiva nos títulos a que se referem as alíneas "a" e "b".

§ 2º Na hipótese da alínea "c" do inciso I do §1º, as demonstrações financeiras do devedor ou coobrigado, e o respectivo parecer do auditor independente, deverão ser arquivados na CVM pela instituição administradora, devendo ser atualizada anualmente:

I - até a data de encerramento do fundo; ou

II - até o exercício em que os direitos creditórios de responsabilidade do devedor ou do coobrigado deixarem de representar mais de 20% (vinte por cento) dos direitos creditórios que integram o patrimônio do fundo.

§ 3º O arquivamento na CVM das demonstrações financeiras e do parecer do auditor independente referidos na alínea "c" do inciso I do §1º deverá se dar no prazo máximo de até 3 (três) meses após o encerramento do exercício social, ou no mesmo dia de sua colocação à disposição dos sócios, se esta ocorrer em data anterior.

§ 4º Relativamente às sociedades empresariais responsáveis por mais de 20% (vinte por cento) dos direitos dos direitos creditórios que integrem o patrimônio do fundo, serão dispensados o arquivamento na CVM e a elaboração de demonstrações financeiras na forma prevista na alínea "c" do inciso I do §1º deste artigo, desde que as cotas do fundo:

I - sejam objeto de oferta pública de distribuição que tenha como público

destinatário exclusivamente sociedades integrantes do mesmo grupo econômico, e seus respectivos administradores e acionistas controladores, sendo vedada a negociação das cotas no mercado secundário; ou

II - sejam objeto de oferta pública destinada à subscrição por não mais de 50 (cinquenta) investidores profissionais, devendo ser negociadas no mercado secundário exclusivamente entre investidores profissionais.

§5º Na hipótese de que trata o inciso II do §4º deste artigo, as cotas subscritas somente poderão ser negociadas pelo titular antes de completados 18 (dezoito) meses do encerramento da distribuição, caso a negociação se dê entre os titulares das cotas, ou caso o titular aliene todas as cotas subscritas para um único investidor.

§ 6º Cumpre à instituição intermediária zelar pela observância do disposto nos §§ 4º e 5º deste artigo nas negociações de cotas no mercado secundário.

§ 9º Para efeito do disposto neste artigo, equiparam-se ao devedor ou coobrigado o seu acionista controlador, as sociedades por eles direta ou indiretamente controladas, suas coligadas e sociedades sob controle comum.

§ 8º Os percentuais referidos neste artigo devem ser cumpridos diariamente, com base no patrimônio líquido do fundo do dia útil imediatamente anterior.

§ 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.

12. Em adendo, com fundamento em precedentes desta Autarquia, foi editada a Deliberação CVM 782, que permitiu a não aplicação do disposto no caput do art. 40-A da Instrução CVM 356, desde que: i) o FIDC-NP ser destinado a um investidor único ou a um grupo econômico específico (assim entendido aquele que possuir expressa vedação para negociação de suas cotas em mercado secundário.

13. Conforme já demonstrado, tanto a Instrução CVM 356 quanto a Deliberação CVM 782 elencaram diversas possibilidades para o aumento do limite de concentração em questão.

14. No caso concreto, não foram verificados motivos para a concessão da dispensa pleiteada, uma vez que a área técnica julga que as possibilidades elencadas são as necessárias para o cumprimento do interesse público, da adequada informação e da proteção ao investidor, nos moldes do art. 9º da Instrução CVM 444.

15. Nesse contexto, insta salientar que as exceções previstas na Instrução CVM 356 e na Deliberação CVM 782 foram decorrentes de precedentes deliberados pelo Colegiado desta Autarquia. Ou seja, o caso concreto não traz similaridades aos precedentes já autorizados.

16. Nessa linha de raciocínio, os argumentos de i) as cotas do Fundo serem destinadas a investidores profissionais, e ii) os investimentos serem endereçados a entidades com severos problemas financeiros são insuficientes para justificar a dispensa pleiteada. Nesse diapasão, cabe ressaltar que as cotas de todo os fundos de investimentos em direitos creditórios não-padronizados são destinadas aos investidores profissionais, por força do art. 4º da Instrução CVM 444.

17. No que tange à possibilidade de alteração normativa da Instrução CVM 356, a área técnica entende que a concessão da dispensa ora requerida com

fulcro em edital de audiência pública representaria uma desvantagem competitiva em relação a outros agentes do mercado. Adicionalmente, impende mencionar que, em princípio, a dispensa de requisito normativo não tem o propósito de antecipar provável mudança normativa.

18. Quanto à possibilidade de usar a soma dos patrimônios líquidos dos dois fundos para o cálculo de limite de concentração, a área técnica julga impertinente, pelo fato de a Instrução CVM 356 ser endereçada aos fundos de investimento em direitos creditórios, somente.

19. Sobre essa questão, entendemos que a utilização dos dois patrimônios para a apuração do limite implicaria em permitir uma alavancagem do FIDC, não prevista na ICVM 356. Ainda que a base de cotistas seja a mesma, entendemos que não se coaduna com o objetivo do FIDC, autorizado a adquirir dívida, se utilizar do patrimônio de um FIP que é usado para o investimento em sociedades em que detenha influência significativa, de acordo com os limites estabelecidos na ICVM 578.

20. Ou seja, são patrimônios dos mesmos cotistas, mas com objetivos de investimento e regimentos distintos, sobre os quais deve recair os limites individualizados de cada norma, ICVM 356 e 578, sem confusão. Em nossa visão, tal precedente, se autorizado, poderia possibilitar que, futuramente, não só o investimento no FIP, mas outros investimentos que os cotistas possuam em conjunto, possam compor o total de patrimônio base para apuração de limites em veículos específicos, gerando mencionada alavancagem.

3. CONCLUSÃO

21. Diante do exposto, a área técnica propõe que o Colegiado da CVM julgue improcedente a dispensa pleiteada, pelo fato de o caso concreto não se enquadrar nas hipóteses elencadas pela Instrução CVM 356 e Deliberação CVM 782.

22. Ressaltamos que, com a edição da nova norma dos FIDC, possivelmente o caso concreto seria atendido, considerando que se trata de fundo destinado exclusivamente a investidores profissionais, o que justifica um menor grau de tutela do regulador. Contudo, como observado anteriormente, não julgamos adequada a antecipação dos efeitos de assuntos que possivelmente serão objeto de alteração normativa.

23. Ademais, propõe-se não acatar a possibilidade de se usar a soma dos patrimônios líquidos dos dois fundos para o cálculo de limite de concentração, conforme exposto acima.

24. Por fim, propõe-se que a relatoria do caso seja conduzida por esta SSE.

Atenciosamente,

Bruno de Freitas Gomes

Superintendente de Supervisão de Securitização - SSE



Documento assinado eletronicamente por **Bruno de Freitas Gomes Condeixa Rodrigues, Superintendente**, em 16/12/2021, às 10:37, com fundamento no art. 6º 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 **1354303** e o código CRC **9C6F55DE**.

*This document's authenticity can be verified by accessing https://sei.cvm.gov.br/conferir_autenticidade, and typing the "Código Verificador" **1354303** and the "Código CRC" **9C6F55DE**.*

Referência: Processo nº 19957.006040/2021-27

Documento SEI nº 1354303