

**Interessado:** SOCOPA Sociedade Corretora Paulista S.A.

**Assunto:** Pedido de dispensa do art. 36, inciso III e do art. 40-A da Instrução CVM n° 356/01 - Bertolucci FIDC-NP – SOCOPA

#### Declaração de Voto

1. Trata-se de requerimento de registro para funcionamento de FIDC-NP apresentado por SOCOPA Sociedade Corretora Paulista S.A. ("SOCOPA"), na qualidade de administradora do Bertolucci Fundo de Investimento em Direitos Creditórios Não-Padronizados ("Fundo"), com pedido de dispensa de certos requisitos estabelecidos pela Instrução CVM n° 356/01 ("Instrução 356").

2. O Fundo foi constituído sob a forma de condomínio fechado, tendo como objetivo principal proporcionar rendimentos através da aquisição de direitos creditórios originados de transações de compra, venda ou intermediação de jogadores de futebol e de direitos econômicos de jogadores de futebol, decorrentes de operações realizadas no exterior.

3. As cotas do Fundo serão objeto de oferta restrita destinada exclusivamente a um único cotista, investidor qualificado, intermediada por sociedade integrante do sistema de distribuição de valores mobiliários, com dispensa automática de registro, nos termos da Instrução CVM n° 476/09. Ademais, as cotas do Fundo não poderão ser negociadas no mercado secundário, sendo vedada a transferência para terceiros.

4. Dentre as dispensas requeridas para o funcionamento do Fundo, com base no art. 9° da Instrução CVM n° 444/06 [\[1\]](#) ("Instrução 444"), dois pedidos foram encaminhados pela Superintendência de Relações com Investidores Institucionais – SIN para análise pelo Colegiado da CVM.

5. Primeiramente, a SOCOPA requer autorização para que possam ser cedidos ao Fundo direitos creditórios de um mesmo devedor, ou de coobrigação de uma mesma pessoa ou entidade, em montante superior ao limite de 20% de seu patrimônio líquido, com dispensa do disposto no art. 40-A da Instrução 356 [\[2\]](#). Para tanto, destaca as características do Fundo, e ressalta que o Fundo será utilizado para a gestão de caixa de seu cotista exclusivo, fazendo referência à decisão proferida pelo Colegiado da CVM no Processo RJ 2011/2740 [\[3\]](#).

6. Ademais, requer a SOCOPA que o Fundo possa aplicar recursos diretamente no exterior, com dispensa do disposto no art. 36, inciso III da Instrução 356 [\[4\]](#). Faz, neste sentido, referência à decisão proferida pelo Colegiado no Processo CVM RJ n° 2009/2034 [\[5\]](#), e descreve as medidas que serão tomadas para que os pagamentos dos direitos creditórios sejam realizados ou transferidos para a conta do Fundo mantida no Brasil junto à instituição custodiante.

7. A SIN, por sua vez, entendeu que o *caput* do §1° do art. 1° da Instrução 444 [\[6\]](#) autorizaria a concentração de investimentos em direitos creditórios de devedores, coobrigados e originadores, em qualquer percentual do patrimônio líquido do fundo e, desta forma, o art. 40-A da Instrução 356 não seria aplicável a um FIDC-NP. Para a área técnica, a "interpretação mais rígida da Instrução 444 poderia inviabilizar, ou ao menos dificultar, a utilização dos FIDC-NP como um veículo de project finance por parte empresas brasileiras, dado que o fundo teria que adquirir recebíveis de no mínimo 5 projetos diferentes".

8. A SIN considerou, por outro lado, que caso não prospere a interpretação acima, a dispensa requerida não deve ser autorizada, "considerando decisão do COL tomada no âmbito da constituição de um fundo multimercado (Reg. COL n° 6.968/10, às fls. 111 a 113), por força do qual ficou claro que mesmo fundos exclusivos 'devem submeter-se a todas as normas impostas pela regulamentação da CVM', bem como tendo em vista que não vislumbramos interesse público na concessão da dispensa".

9. Quanto à segunda dispensa requerida, a SIN entendeu não haver justificativa para a sua permissão, "haja vista que outros fundos regidos pelas mesmas normas e que também podem adquirir direitos creditórios de natureza diversa poderiam pleitear a mesma dispensa, o que, em última análise, fragilizaria o dispositivo e, por conseguinte, a plataforma regulatória". Para a área técnica, a prospecção de direitos creditórios no exterior fugiria à essência econômica da norma, que seria o desenvolvimento do mercado de crédito brasileiro. Tal autorização deveria, portanto, ser promovida por alteração normativa, para que toda a indústria pudesse se valer da prerrogativa. Em sua análise a SIN fez referência às decisões proferidas pelo Colegiado no Processo CVM no RJ-2007-1366 [\[7\]](#), e no já referido Processo CVM n° RJ-2009-2034.

10. Passo, a seguir, a analisar os dois pedidos de dispensa.

11. Cabe inicialmente ressaltar que discordo do entendimento da SIN sobre o alcance das disposições do §1° do art. 1° da Instrução 444, pois considero que o limite de 20% previsto no art. 40-A da Instrução 356 aplica-se aos FIDCs-NP.

12. Entendo ser esta a interpretação mais correta da norma porque, apesar do referido §1°, art. 1° dispor que se considera FIDC-NP o fundo "cuja política de investimento permita a realização de aplicações, em quaisquer percentuais de seu patrimônio líquido, em direitos creditórios", o art. 8° [\[8\]](#) da mesma norma faz referência expressa ao art. 40-A da Instrução 356 que, como mencionado, trata do limite de 20%, para dele isentar os "créditos referidos no inciso II do § 1° do art. 1° desta Instrução". Desta forma, acredito que não haveria sentido na referência feita pelo art. 8° da Instrução 444 a uma dispensa específica se o limite de 20% não fosse aplicável aos FIDCs-NP.

13. Assim, da leitura conjunta dos dispositivos acima referidos, penso que o FIDC-NP pode realizar aplicações em direitos creditórios elencados nos §§ 1° e 2° do art. 1° da Instrução 444 [\[9\]](#), desde que observado o limite de 20% do patrimônio líquido do fundo por devedor ou coobrigação de uma mesma pessoa ou entidade, com exceção, por conta do art. 8° da Instrução 444, de direitos decorrentes de receitas públicas originárias ou derivadas da União, dos Estados, do Distrito Federal e dos Municípios, bem como de suas autarquias e fundações (inciso II do § 1° do art. 1° da Instrução 444). Tal percentual também poderá ser elevado nas hipóteses previstas no §1° do art. 40-A da Instrução 356 [\[10\]](#), que não seriam aplicáveis ao caso em análise.

14. No entanto, entendo ser importante para o presente caso o exame dos objetivos da CVM ao desenvolver as normas para os FIDCs-NP. E, neste sentido, vejo que sempre foi reconhecido que se pretendia criar um fundo com tratamento regulatório diferenciado do FIDC, já 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" [\[11\]](#). Assim, 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, já que as cotas do FIDC-NP deverão possuir valor nominal unitário de, no mínimo, R\$

1.000.000,00 (art. 4º, inciso II da Instrução 444). E, ainda, exigiu que a qualidade especial dos direitos objeto de aplicação fosse explicitada no próprio nome dos fundos, para que servisse de alerta aos investidores (art. 3º da Instrução 444).

15. Nesse sentido, a aplicação das disposições da Instrução 356 aos FIDCs-NP foi acompanhada, desde o início, da possibilidade de dispensa prevista no art. 9º da Instrução 444, que permite expressamente que a CVM exima o FIDC-NP do cumprimento de dispositivos da Instrução 356 se observados o interesse público, a adequada informação e a proteção ao investidor.

16. E, entendo que a motivação para tal previsão foi o reconhecimento de que o FIDC-NP é um fundo com características particulares no qual, desde que cumpridos os requisitos estabelecidos no próprio art. 9º, seria possível a dispensa das disposições da Instrução 356 após a análise do caso específico.

17. Lembro que esta não é a única hipótese em que a CVM reconheceu a possibilidade de excepcionar o cumprimento de certas disposições de suas normas. É possível citar, por exemplo, o disposto no art. 23 da Instrução CVM nº 10/80 ("Instrução 10") que trata de operações de recompra de ações por companhias abertas, e estabelece que a CVM, em casos especiais e plenamente circunstanciados, pode previamente autorizar operações da companhia com as próprias ações que não se ajustarem às demais normas da referida instrução. Trata-se de dispositivo recorrentemente invocado pelo mercado.

18. Ademais, a Nota Explicativa nº 16/80, que trata da Instrução 10, ao explicar a previsão do art. 23 dispõe que:

*"A CVM, a propósito da impossibilidade de visualizar todas as hipóteses fáticas com relação às ações em tesouraria, não afasta definitivamente a utilização do expediente quando, mesmo sem a obediência a algum dispositivo, que não os insuplantáveis, previsto na Instrução, a aquisição ou venda das próprias ações possam ser realizadas sem prejuízo para a companhia, para o acionista ou para o mercado. Para tanto, o exame prévio, previsto pelo art. 23 tem por fim possibilitar o uso da mecânica em caráter excepcional."*

19. Entendo ser semelhante o caso da Instrução 444, ou seja, 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 regimento 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.

20. A SIN, ao justificar sua opinião pela não concessão da dispensa solicitada neste processo, remeteu-se à decisão do Colegiado no Processo CVM no RJ-2007-1366, já referido. Penso, entretanto, que o mesmo espaço para a concessão de tratamentos excepcionais caso a caso não pode ser arguido para os Fundos de Investimento em Participação – FIP, já que a Instrução CVM nº 391/03 não contém disposição expressa sobre a dispensa de seus requisitos.

21. E, com base nas considerações acima, entendo ser possível dispensar o cumprimento do disposto no art. 40-A da Instrução 356 pelo Fundo, já que não vejo afronta ao interesse público e, pelas informações fornecidas pela SOCOPA, penso que o investidor exclusivo do Fundo tem conhecimento e aceitou as suas condições encontrando-se, portanto, informado e protegido. Além disso, conforme consta dos autos, existe vedação à negociação secundária das cotas do Fundo.

22. Sobre o tema, lembro que a CVM já excepcionou o cumprimento do disposto no art. 40-A da Instrução 444 na decisão proferida no Processo RJ 2011/2740, em 14 de junho de 2011, que tratava da constituição de FIDC-NP para operação destinada à gestão de caixa de empresas sob controle comum. A excepcionalidade existente naquele caso, que o distingue do ora em análise, é que todos os direitos creditórios adquiridos seriam originados exclusivamente por cedentes pertencentes ao mesmo conglomerado. No entanto, como já referido, entendo que a possibilidade expressa de dispensar o cumprimento de dispositivos da norma de FIDC, assim como as demais características já mencionadas, possibilitam a concessão da dispensa do art. 40-A da Instrução 356 para o presente caso.

23. Passo, a seguir, para a análise da segunda dispensa requerida pela SOCOPA, de forma que o inciso III do art. 36 da Instrução 356, que veda o investimento de recursos diretamente no exterior, não seja aplicado para o Fundo.

24. Como já comentado, o FIDC-NP foi criado para concentrar investimentos em direitos creditórios com características especiais, diversos dos direitos gerados em operações de FIDC que são *"regularmente realizadas nos segmentos financeiro, comercial, industrial, imobiliário, de hipotecas, de arrendamento mercantil e de prestação de serviços (inciso I do art. 2º da Instrução nº 356)"*<sup>[12]</sup>. Neste sentido, as operações feitas por um FIDC-NP demandariam *"do investidor uma análise mais aprofundada de aspectos jurídicos (como na hipótese em que a validade jurídica da cessão para o FIDC é considerada um fator preponderante de risco), bem como de aspectos operacionais (como no caso de créditos de existência futura e montante desconhecido)"*<sup>[13]</sup>.

25. Em sentido contrário, como reconhecido pela CVM, o investimento em um FIDC é menos arriscado e se espera que demande do investidor uma análise menos profunda dos aspectos jurídicos e operacionais, pois estes tendem a ser similares e aderentes ao padrão mais comum das operações assim estruturadas. Sob esta ótica, as aplicações realizadas por um FIDC seriam incompatíveis com o investimento direto de recursos no exterior onde, por natureza, tanto as características jurídicas das operações, como as operacionais, significarão maiores riscos.

26. Na análise do caso específico, as informações apresentadas pela SOCOPA no Processo demonstraram, a meu ver, que o investidor tem conhecimento dos riscos intrínsecos aos investimentos que serão realizados pelo Fundo, assim como das dificuldades que, por ventura, existirão para a negociação, cobrança e recebimento de créditos no exterior. E quanto ao aspecto, abordado pela SIN em sua manifestação, ligado à conveniência de se admitir a aplicação no exterior por este tipo de produto, observo que a CVM já autorizou o investimento no exterior para os fundos regulados pela Instrução CVM nº 409/04, tendo inclusive previsto que os fundos distribuídos apenas aos investidores 'super-qualificados' poderiam investir a totalidade de seu patrimônio no mercado internacional.

27. Entendo aqui também, portanto, ser possível deferir a dispensa do inciso III do art. 36 da Instrução 356, com base em todo o disposto acima, assim como na análise anteriormente realizada a respeito da flexibilidade para a dispensa de regras específicas de FIDC, conforme o disposto no art. 9º da Instrução 444.

28. Considero que a concessão das presentes dispensas leva em conta o caso específico, no qual não identifico prejuízo ao interesse público e considero que o cotista encontra-se adequadamente informado e ciente dos riscos a que estará exposto, seja o de concentração, seja para a constituição e cobrança de créditos no exterior.

29. Também considero essencial para as dispensas ora concedidas a declaração prestada pela SOCOPA de que as cotas do Fundo não serão negociadas.

30. Voto, assim, pela concessão da dispensa das disposições constantes do art. 36, inciso III, e do art. 40-A, da Instrução 356 para o Fundo, na forma que foram requeridas pela SOCOPA.

- [1] 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.
- [2] Art. 40-A. O fundo poderá adquirir direitos creditórios 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.
- [3] Trata-se de apreciação de pedido de dispensa formulado por BEM DTVM Ltda., na qualidade de administradora do FIDC-NP Vale, quanto ao cumprimento do requisito estabelecido no art. 40-A da Instrução CVM 356/01. Segundo tal dispositivo, o fundo poderá adquirir direitos creditórios e outros ativos de um mesmo devedor, ou de coobrigação de uma mesma pessoa ou entidade, no limite de 20% de seu patrimônio líquido. O Colegiado, com base na manifestação da área técnica, deliberou em 14 de junho de 2011, conceder a dispensa aos limites de concentração previstos no art. 40-A da Instrução CVM 356/01 requerida.
- [4] Art. 36. É vedado à instituição administradora, em nome do fundo: (...) III – aplicar recursos diretamente no exterior;
- [5] Trata-se de recurso interposto pelo escritório de advocacia Mattos Filho, Veiga Filho, Marrey Jr. e Quiroga Advogados contra decisão da Superintendência de Relações com Investidores Institucionais – SIN que se manifestou contrária à possibilidade de FIDCs-NP aplicarem recursos diretamente no exterior. O Colegiado, considerando a existência de vedação expressa e genérica, acompanhou o exposto no voto do Relator Eli Loria, e deliberou, em 14 de abril de 2009, que o FIDC-NP ou o FIP que desejar aplicar recursos no exterior deverá solicitar, para o caso concreto, a dispensa de dispositivos da Instrução 356/01, nos termos de seu art. 9º, ou da Instrução 391/03, sem prejuízo do estudo pela Autarquia para eventual alteração das normas.
- [6] Art. 1º A presente Instrução dispõe sobre a constituição e o funcionamento dos Fundos de Investimento em Direitos Creditórios Não-padronizados – FIDC-NP. § 1º Para efeito do disposto nesta Instrução, considera-se Não-Padronizado o FIDC cuja política de investimento permita a realização de aplicações, em quaisquer percentuais de seu patrimônio líquido, em direitos creditórios: (...)
- [7] Trata-se de pedido de dispensa do cumprimento de dispositivos constantes da Instrução 391/03, formulado pelo Banco Santander Banespa S/A, na qualidade de instituição administradora do Brasoil Fundo de Investimento em participações. O Colegiado deliberou, em 27 de março de 2007, (i) conceder a dispensa do cumprimento do disposto no art. 35, inciso III, da Instrução 391, de modo que a instituição administradora pudesse empenhar ativos integrantes da carteira do fundo como garantia real de dívidas contraídas por terceiros, desde que mediante prévia aprovação da assembleia geral de cotistas; e (ii) não conceder a dispensa do cumprimento do requisito previsto no art. 35, inciso VI, alínea (a), da Instrução, haja vista a matéria requerer alteração no referido normativo, o que ensejará uma análise pormenorizada da CVM.
- [8] Art. 8º O disposto no art. 40-A da Instrução CVM nº 356/01 não se aplica em relação aos créditos referidos no inciso II do § 1º do art. 1º desta Instrução.
- [9] § 1º Para efeito do disposto nesta Instrução, considera-se Não-Padronizado o FIDC cuja política de investimento permita a realização de aplicações, em quaisquer percentuais de seu patrimônio líquido, em direitos creditórios: I – que estejam vencidos e pendentes de pagamento quando de sua cessão para o fundo; II – decorrentes de receitas públicas originárias ou derivadas da União, dos Estados, do Distrito Federal e dos Municípios, bem como de suas autarquias e fundações; III – que resultem de ações judiciais em curso, constituam seu objeto de litígio, ou tenham sido judicialmente penhorados ou dados em garantia; IV – cuja constituição ou validade jurídica da cessão para o FIDC seja considerada um fator preponderante de risco; V – originados de empresas em processo de recuperação judicial ou extrajudicial; VI – de existência futura e montante desconhecido, desde que emergentes de relações já constituídas; e VII – de natureza diversa, não enquadráveis no disposto no inciso I do art. 2º da Instrução CVM nº 356, de 17 de dezembro de 2001. § 2º Será igualmente considerado Não-Padronizado: I – o FIDC cuja carteira de direitos creditórios tenha seu rendimento exposto a ativos que não os créditos cedidos ao fundo, tais como derivativos de crédito, quando não utilizados para proteção ou mitigação de risco; ou II – o Fundo de Investimento em Cotas de FIDC que realize aplicações em cotas de FIDC-NP.
- [10] Art. 40-A. O fundo poderá adquirir direitos creditórios 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 o devedor ou coobrigado: I – tenha registro de companhia aberta; II – seja instituição financeira ou equiparada, autorizada a funcionar pelo banco Central do Brasil; ou III – 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.
- [11] Edital de Audiência Pública nº 04/2006.
- [12] Edital de Audiência Pública nº 04/2006.
- [13] Edital de Audiência Pública nº 04/2006.