

Para: SIN MEMO/SIN/GIE/Nº 12/2011

De: GIE Data: 12/4/2012

**Assunto:** Pedido de Dispensa de Requisito Normativo

Processo CVM nº RJ-2011-13885

Senhor Superintendente,

Citibank DTVM S.A., na qualidade de administrador do Polo Clubes FIDC-NP ("Fundo"), requer a dispensa do cumprimento do art. 40-A, §5º, da Instrução CVM nº 356/01 ("ICVM 356") ou, alternativamente, a dispensa do §2º do mesmo art. 40-A. Ambos dispositivos seguem transcritos abaixo:

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:

(...)

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.

§2º Na hipótese do inciso III 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:

(...)

§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 no Inciso III do §1º deste artigo, desde que as cotas do fundo:

(...)

II – possuam valor unitário igual ou superior a R\$ 1.000.000,00 (um milhão de Reais), e sejam objeto de oferta pública destinada à subscrição por não mais de 20 (vinte) investidores.

§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.

(...)

## O FUNDO

O fundo foi constituído sob a forma de condomínio fechado, com prazo de duração até 31/1/2016, podendo ser liquidado antecipadamente nas hipóteses expressamente previstas no Regulamento ou por deliberação da AGC. O custodiante é a Citibank DTVM S.A., a gestora é a Polo Capital Gestão de Recursos Ltda., a agência classificadora de risco é a Austin Rating Consultoria e Serviços Ltda.[\[1\]](#) e o auditor independente é a KPMG Auditores Independentes.

A distribuição de cotas constitutivas do patrimônio inicial do fundo será conduzida sob a égide da Instrução CVM nº 476/09 ("ICVM 476"), ou seja, será destinada a um público-alvo de no máximo 20 investidores "superqualificados", os quais deverão subscrever no mínimo R\$ 1 milhão em cotas de classe única – inexistente subordinação –, em uma 1ª emissão de cotas que totaliza R\$ 200 milhões.

O objetivo do fundo é a aquisição de direitos creditórios contra a Globo Comunicação e Participações S.A. ("Globo") e/ou sua subsidiária integral Globosat Programadora Ltda. ("Globosat"), cujos cedentes são clubes de futebol que tenham celebrado, com as primeiras, contratos de cessão de direitos de transmissão do Campeonato Brasileiro de Futebol Profissional da Série A nas temporadas de 2012 a 2015 ("Clubes").

As obrigações da Globosat não contam com coobrigação da Globo, nem vice-versa, de modo que os cotistas estarão sujeitos a riscos de crédito distintos.

## MANIFESTAÇÃO DO ADMINISTRADOR

Em razão da situação patrimonial por parte dos Clubes, o administrador entende que a validade jurídica da cessão dos direitos creditórios deve ser considerada um fator de risco, de modo que a operação deve observar a Instrução CVM nº 444/06 ("ICVM 444").

O fundo terá uma concentração superior a 20% de seu PL em direitos creditórios de um único devedor, de forma que as demonstrações financeiras deste devedor e o respectivo parecer do auditor independente estariam sujeitas ao arquivamento nesta CVM.

A propósito, o administrador, com base no art. 40-A, §4º, inciso II, da ICVM 356, destaca que o fundo já estaria dispensado do arquivamento das demonstrações financeiras dos devedores nesta Comissão, na medida que suas cotas possuem valor unitário de R\$ 1 milhão e não serão subscritas por mais de 20 investidores. Entretanto, tal dispensa implicaria na restrição prevista no §5º do mesmo art. 40-A, qual seja, as cotas do fundo só poderiam ser negociadas sem restrições após 18 meses do encerramento da distribuição.

O requerente entende que a restrição de 18 meses, prevista na ICVM 356, pode ser substituída por restrição análoga, de 90 dias, prevista no art. 13 da ICVM 476:

Os valores mobiliários ofertados de acordo com esta Instrução somente poderão ser negociados nos mercados regulamentados de valores mobiliários depois de decorridos 90 (noventa) dias de sua subscrição ou aquisição pelo investidor.

Fundamentando seu pleito, o administrador defende que, conforme estabelecido no Regulamento, as cotas do fundo já estarão sujeitas às limitações de negociação previstas na ICVM 476, norma essa que trouxe uma série de alterações às regras gerais aplicáveis às ofertas públicas na hipótese de distribuição com esforços restritos. Dentre outras regras, o art. 5º, inciso II, da ICVM 476 exclui a incidência de quaisquer regras sobre distribuição de valores mobiliários no caso de distribuições com esforços restritos. Segundo o administrador, dentre as regras que não se aplicam encontram-se as relativas ao arquivamento de demonstrações financeiras de devedores. Assim, o próprio texto da regulamentação em vigor, quando literalmente interpretado, já preveria que distribuições de cotas de FIDC ocorridas sob o amparo da ICVM 476 não se sujeitam aos ditames da ICVM 356 sobre a matéria.

Antecipando-se à possibilidade de ver negado o pedido de dispensa relacionado à restrição temporal à negociação de cotas, o administrador apresenta um pleito alternativo, relacionado às condições de arquivamento das demonstrações financeiras do devedor, a saber:

- i. Ocorra o arquivamento regular na CVM das demonstrações financeiras resumidas e completas da Globo, acompanhadas de parecer de auditor independente;
- ii. Seja dado tratamento confidencial pela CVM com relação às demonstrações financeiras completas da Globo e ao parecer do auditor independente;
- iii. Apenas as demonstrações financeiras resumidas da Globo permaneçam disponíveis na hipótese de eventual solicitação de vista por cotistas do fundo, de potenciais investidores ou de terceiros; e
- iv. A obrigação de arquivamento de demonstrações financeiras e de parecer de auditor independente no que se refere à Globosat seja considerada satisfeita com o arquivamento de documentos da Globo, conforme acima, por ser a Globosat subsidiária integral da Globo (documentação societária da Globosat anexa).

O pedido acima é assim justificado por (alegadas) razões estratégicas da Globo e da Globosat, no sentido de evitar fornecer total publicidade a suas demonstrações financeiras, não sendo possível estruturar o produto sem a concordância da Globo e da Globosat, haja vista que os direitos creditórios decorrem de contratos nos quais há previsão de que qualquer cessão de créditos depende da autorização da Globo ou da Globosat, conforme o caso.

Tanto a favor do pleito inicial como do alternativo, o requerente adiciona os seguintes argumentos:

- i. O fundamento normativo de ambos os pedidos é o art. 9º da ICVM 444, que prevê que a CVM pode, 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 ICVM 356;
- ii. A existência de interesse público, tendo em vista que *"a viabilização de alternativas de investimento que possibilitem a capitalização dos clubes, que são organizações sociais de interesse público, deve também ser considerada de interesse público"* e que *"nesse sentido, nada melhor do que a realização de investimentos por meio de instrumentos devidamente regulamentados, como é o caso dos fundos de investimento"*, acrescentando que *"essa lógica de atendimento de externalidades positivas para a Economia e a vida comunitária está presente em diversas regras da CVM como, por exemplo, no caso do artigo 60-A da Instrução CVM nº 356/01, que prevê que a CVM pode 'autorizar procedimentos específicos e dispensar o cumprimento de dispositivos desta Instrução pelos FIDC relacionados ao crédito social ou às micro, pequenas e médias empresas'"*;
- iii. Não implicação, em ambos os casos, de *"qualquer risco à adequada informação e proteção ao investidor"*, tendo em vista que os FIDC-NP *"por sua natureza já trazem riscos e preocupações adicionais que exigem uma avaliação mais cuidadosa do investidor. Investidor esse qualificado, que terá condições de avaliar a conveniência de investir em um fundo com as características descritas no Regulamento, e de conviver com a ausência do arquivamento da documentação prevista no artigo 40-A, §2º da Instrução CVM nº 356 (Pedido Principal) ou com o arquivamento parcial de tais documentos (Pedido Alternativo)"*.

## CONSIDERAÇÕES DA GIE

Separamos nossas considerações em três seções, a primeira contendo uma análise da manifestação do administrador, a segunda tratando da jurisprudência incidente sobre a matéria e a terceira apresentando o ponto de vista desta GIE.

### Manifestação da Citibank DTVM

Entendemos que a restrição de 18 meses prevista no §5º do art. 40-A da ICVM 356, não se confunde com a restrição de 90 dias disposta no art. 13 da ICVM 476.

Podemos observar no Relatório de Análise da SDM sobre a ICVM 476 que o objetivo da restrição de 90 dias é *"prevenir a realização de ofertas sucessivas em curto espaço de tempo que, em conjunto, ultrapassem os números máximos de destinatários, subscritores e adquirentes estabelecidos na Instrução"*.

Já o objetivo da restrição de 18 meses prevista na ICVM 356, conforme pode ser lido no Relatório de Análise da SDM sobre essa norma, foi tornar homogêneas as restrições temporais aplicáveis à negociação de CRI – outro produto de securitização – com aquelas aplicáveis à negociação de cotas de FIDC.

A harmonização entre as normas aplicáveis aos dois produtos torna-se cristalina quando da leitura do art. 5º da Instrução CVM nº 414/04 ("ICVM 414"), Instrução essa que dispõe sobre o registro de companhia aberta para companhias securitizadoras de créditos imobiliários e de oferta pública de distribuição de CRI, a saber:

Art. 5º Os créditos imobiliários que lastreiam a emissão de CRI deverão obedecer o limite máximo de 20% (vinte por cento), por devedor ou coobrigado.

§1º O percentual previsto no *caput* poderá ser excedido quando o devedor ou coobrigado:

(...)

III – seja sociedade empresarial que tenha suas demonstrações financeiras relativas ao exercício social imediatamente anterior à data de emissão do CRI elaboradas em conformidade com o disposto na Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, e auditadas por auditor independente registrado na CVM, ressalvado o disposto no §4º deste artigo.

§2º Na hipótese do inciso III do §1º, as demonstrações financeiras do devedor ou coobrigado, e o respectivo parecer

do auditor independente, deverão ser arquivados na CVM pela companhia securitizadora, devendo ser atualizadas anualmente:

(...)

§4º Relativamente às sociedades empresariais responsáveis por mais de 20% (vinte por cento) dos créditos imobiliários que lastreiam a emissão dos CRI, serão dispensados o arquivamento na CVM e a elaboração de demonstrações financeiras na forma prevista no inciso III do §1º deste artigo, desde que os CRI:

(...)

II – possuam valor unitário igual ou superior a R\$ 1.000.000,00 (um milhão de Reais), e sejam objeto de oferta pública destinada à subscrição por não mais do que 20 (vinte) investidores.

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

Ou seja, o art. 40-A da ICVM 356<sup>[2]</sup> é praticamente uma reprodução do art. 5º da ICVM 414, o que deixa claro que as restrições previstas no referido dispositivo e no art. 13 da ICVM 476 possuem motivações distintas.

Quanto às razões estratégicas da Globo, entendemos que, independentemente de seu mérito, as mesmas não podem, de modo isolado dos demais fatores, servir de motivação para que esta autarquia dispense o cumprimento de um requisito normativo. Entretanto, tendo em vista que a Globo resta obrigada a publicar suas demonstrações financeiras, por força do disposto no art. 133, §3º, da Lei das S/A, parece-nos que investidores qualificados, que constituem o público-alvo dos FIDC-NP, terão condições de acessar as informações necessárias ao acompanhamento da situação patrimonial do devedor.

Já que tange às alegações elencadas nos itens (i) a (iii) ao final da manifestação do administrador, seguem nossas considerações:

- i. Item (i) – De fato, o art. 9º da ICVM 444 prevê expressamente que esta CVM, observadas determinadas condições, pode dispensar o cumprimento de requisitos normativos por parte de FIDC-NP;
- ii. Item (ii) – Parece-nos pertinente a argumentação no sentido de que existe interesse público em uma operação que destina-se a auxiliar a gestão financeira de *Organização da Sociedade Civil de Interesse Público*;
- iii. Item (iii) – Embora reconheçamos pertinente a alegação no sentido de que investidores qualificados (em tese) podem se defender sem a ajuda do regulador, entendemos que a não disponibilização das demonstrações financeiras do devedor prejudica a adequada informação ao mercado. Já a restrição temporal de 18 meses à negociação das cotas parece-nos exagerada como medida de proteção a investidores qualificados.

#### Jurisprudência

Não encontramos registro de pedido de dispensa semelhante ao que ora se analisa – não cumprimento do art. 40-A, §5º, da ICVM 356. Tampouco encontramos jurisprudência sobre a não disponibilização ao público das demonstrações financeiras dos devedores que sejam registradas nesta Comissão e, sobre esse ponto específico, consideramos temerário que recepcionemos informações relevantes para o mercado sem que as disponibilizemos ao mesmo.

#### Outras Considerações

O §5º do art. 40-A da Instrução 356 é absolutamente explícito ao estabelecer que as operações contendo as características descritas no inciso II do §4º do mesmo artigo (valor superior a R\$ 1 milhão e subscrição por não mais de 20 investidores) "*somente poderão ser negociadas pelo titular antes de completados 18 (dezoito) meses*" em dois casos especificados. Conceder dispensa dessa restrição com base numa interpretação da ICVM 476 criaria um precedente para outras solicitações da mesma natureza.

O que se poderia argumentar com mais razoabilidade para o pedido de dispensa da restrição temporal de 18 meses para negociação de cotas é que 20 investidores "superqualificados" são plenamente capazes de decidir, a qualquer momento, se devem vender cotas a um ou mais investidores (qualificados).

Isto a não ser que o Colegiado, provocado pelo caso concreto, reconsidere o seu entendimento acerca da propriedade dos 18 meses de restrição à negociação, concedendo uma dispensa de seu cumprimento, já com vistas a novos pedidos e a uma revisão normativa.

Nesse sentido, entendemos que o prazo de 18 meses deveria ser reduzido – o custo da iliquidez não é compensado pela proteção fornecida ao mercado, o qual, no caso concreto, é restrito a investidores qualificados.

Quando da edição da ICVM 414, em 2004, o prazo de 18 meses fazia sentido, pois as companhias securitizadoras estavam sujeitas ao mesmo regime informacional das demais companhias abertas, de modo que o referido prazo seria necessário para que o mercado fosse abastecido de informações antes de os CRI poderem ser negociados. Ocorre, porém, que o regime informacional dos FIDC não espelha o aplicável às securitizadoras (nem anterior, nem atualmente), dado que, além das demonstrações financeiras anuais, os FIDC apresentam informações mensais sobre o comportamento de ativos e passivos, informações trimestrais sobre o lastro dos direitos creditórios e sobre recompra, substituição e pré-pagamento de ativos – informações essas não cobertas pelo ITR – e, salvo exceções disciplinadas em norma, devem atualizar trimestralmente o relatório de classificação de risco do fundo (somente CRI com valores unitários inferiores a R\$ 300 mil são obrigados a apresentar *rating*).

A nosso juízo o alinhamento entre a restrição imposta aos CRI e às cotas de FIDC é acertado, mas o prazo da restrição poderia ter sido calibrado – e ainda pode sê-lo – em função das diferenças entre as informações que um ou outro produto fornecem ao público, seja em termos de qualidade, seja em termos de periodicidade.

Ademais, existem indícios de que estão sendo revistos os prazos das restrições à negociação de ativos, quais sejam, a revogação do art. 4º, §4º, inciso III, da Instrução CVM nº 400/03 (abaixo transcrito) e a inserção do art. 13 na ICVM 476, ações que aparentemente foram combinadas, dado que o inciso VII do § 1º do art. 4º da Instrução CVM nº 400/03 trata de ofertas públicas destinadas a investidores qualificados, os quais também constituem o público-alvo exclusivo das distribuições de ativos ocorridas sob o amparo da ICVM 476.

O investidor qualificado que tenha subscrito ou adquirido valores mobiliários com base na dispensa do inciso VII, do §

1º do art. 4º e pretenda vender os valores mobiliários adquiridos ou subscritos a investidor não qualificado antes de completados 18 (dezoito) meses do encerramento da distribuição somente poderá fazê-lo se for previamente obtido o registro de negociação em mercado, a que se refere o art. 21 da Lei nº 6.385, de 1976, salvo se os valores mobiliários adquiridos se enquadrarem nas hipóteses do § 1º do art. 2º desta Instrução;

Em resumo, somos contrários a unicamente dispensar o art. 40-A, §5º, da ICVM 356. Todavia, consideramos a restrição de 18 meses um prazo por demais elevado, dado que nesse período o fundo publicará mais de uma dezena de Informes Mensais, ao menos cinco Informes Trimestrais e relatórios de classificação de risco e também demonstrações financeiras acompanhadas de parecer de auditoria independente – conjunto de informações que, a nosso juízo, permite ao investidores qualificados acompanhar o desempenho e os riscos do produto.

Desse modo, nossa proposta é no sentido de que a dispensa seja concedida, *ad hoc*, de forma que a restrição temporal à negociação de cotas do fundo seja de 90 dias, desde que simultaneamente à concessão da dispensa o COL demande da área técnica estudos com vistas a reformar o 40-A, §5º, da ICVM 356, de modo a reduzir o prazo de 18 meses previsto no dispositivo.

Quanto ao pedido alternativo, primeiramente, cabe esclarecer que o conteúdo do pleito sugere uma interpretação equivocada dos termos "arquivados" e "arquivamento" utilizados no art. 40-A da ICVM 356. Não se arquivam demonstrações financeiras na CVM sem o objetivo de que as mesmas sejam divulgadas – não há propósito nisso. Desse modo, o pleito para que "*seja dado tratamento confidencial pela CVM com relação às demonstrações financeiras completas da Globo e ao parecer do auditor independente*" não deve prosperar.

Já no que tange ao pleito para que "*apenas as demonstrações financeiras resumidas da Globo permaneçam disponíveis na hipótese de eventual solicitação de vista por cotistas do Fundo, de potenciais investidores ou de terceiros*", o mesmo se divide em duas questões: (i) a apresentação de demonstrações financeiras resumidas; e (ii) disponibilização das informações somente por meio de pedido de vistas.

Quanto ao pleito para apresentar as demonstrações financeiras resumidas ao invés das completas, tendo em vista que as mesmas contêm Balanços Patrimoniais, Demonstrações das Mutações do Patrimônio Líquido, Demonstrações dos Resultados, Demonstrações dos Resultados Abrangentes, Demonstrações dos Fluxos de Caixa e Notas Explicativas, esta gerência considera que tais demonstrações resumidas, conjugadas às informações que serão periodicamente prestadas pelo FIDC-NP, formam um conjunto que possibilita aos investidores qualificados tomarem decisões refletidas de investimento. Isto posto, manifestamo-nos favoravelmente, contanto que (i) as demonstrações financeiras resumidas sejam acompanhadas do parecer do auditor independente; e (ii) haja alerta dessa limitação nos fatores de risco constantes do Regulamento do fundo.

Já no que se refere à disponibilização das demonstrações financeiras resumidas somente "*na hipótese de eventual solicitação de vista*", nosso parecer é contrário, por entendermos que a disponibilização de informações de veículos de investimento coletivo ao público investidor conforme efetuada hoje – na página eletrônica desta CVM – é uma prática vitoriosa, que não deve ser fragilizada.

No que tange à dispensa na divulgação das demonstrações financeiras da Globosat, na condição de subsidiária integral da Globo, manifestamo-nos favoravelmente ao pleito, desde que seja preservada a capacidade dos investidores em acompanhar a qualidade dos créditos cedidos ao fundo.

## CONCLUSÃO

Tendo em vista que (i) consideramos o prazo de 18 meses disposto no §5º do art. 40-A da ICVM 356 uma carência excessiva; (ii) as demonstrações financeiras da Globo devem ser publicadas; (iii) somente investidores "superqualificados" podem adquirir cotas de FIDC-NP; e (iv) há interesse público nos Clubes, que poderão ser beneficiados com a operação, manifestamo-nos favoravelmente quanto ao pleito do administrador no sentido de que o referido prazo seja reduzido para 90 dias, sugerindo, ainda, que tal dispensa represente apenas um primeiro movimento no sentido de reformar o dispositivo em tela.

Na hipótese de o COL não conceder a dispensa requerida, assim tendo que apreciar o pleito alternativo, somos contra a dispensa nos termos solicitados. Entendemos que as demonstrações financeiras resumidas devem ser disponibilizadas na página eletrônica desta autarquia, acompanhadas do parecer de auditoria, sem qualquer confidencialidade, bem como que deve ser incluído um fator de risco no Regulamento do fundo, dando conta do fato de as demonstrações financeiras entregues à CVM serem resumidas.

Já no que tange à dispensa da entrega das demonstrações financeiras da Globosat, enquanto subsidiária integral da Globo, nada temos a opor, desde que a estrutura da operação seja revisitada pelo administrador, de modo que os direitos creditórios de obrigação da Globosat contem com coobrigação da Globo.

Cumprimo-me alertar, a título de *full disclosure*, que eu sou membro do Conselho Deliberativo do Fluminense Football Club, clube que muito provavelmente será um dos cedentes dos direitos creditórios na hipótese de a operação prosperar.

Finalmente, colocamo-nos à disposição para relatar a matéria ao Colegiado, caso entenda-se conveniente.

Atenciosamente,

original assinado por

Claudio Gonçalves Maes

Gerente de Acompanhamento de Fundos Estruturados

Ao SGE, de acordo com a análise e proposta da GIE.

original assinado por

Francisco José Bastos Santos

Superintendente de Relações com Investidores Institucionais

[1] Nota "brA+" (A mais) na escala brasileira, decorrente da nota global "BBB-SR" (tripla B menos), denotando padrão forte de garantias apresentadas pela emissão de cotas, no cotejo com outros riscos de crédito locais.

[2] Instituído pela Instrução CVM nº 442, de 8/12/2006.