



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Memorando nº 13/2015-CVM/SRE/GER-1

Rio de Janeiro, 21 de janeiro de 2016.

Ao Senhor Superintendente de Registro de Valores Mobiliários

Assunto: **Pedido de dispensa de registro de oferta pública de distribuição de cotas do Capital Ativo FIDC - Processo CVM nº RJ-2015-9137**

Senhor Superintendente,

1. Trata-se de pedido de dispensa de registro da oferta pública de distribuição de cotas mezanino e subordinadas (“Oferta”) de emissão do Capital Ativo FIDC (“Fundo”), nos termos do art. 4º da Instrução CVM nº 400/03 (“Instrução CVM 400”), formulado por Fram Capital DTVM S.A. (“Administrador”).
2. Subsidiariamente ao pleito supra, o Administrador solicita que a Oferta seja dispensada de determinados requisitos previstos na Instrução CVM 400, quais sejam:
 - (i) elaboração e atualização de Prospecto, conforme previsto nos artigos 5º, 23 e 34, inciso I, alínea "e", da Instrução CVM nº 356/01 (“Instrução CVM 356”); e
 - (ii) publicação dos anúncios de início e de encerramento, conforme previstos, respectivamente, nos artigos 52 e 29 da Instrução CVM nº 400/03 (“Instrução CVM 400”).

I. HISTÓRICO DO PROCESSO

1. Em 26/08/2015, o Administrador protocolou expediente na CVM (fls. 1 a 28), por meio do qual solicitou a dispensa de registro da Oferta, nos termos do art. 4º da Instrução CVM 400, ou, subsidiariamente, a dispensa dos requisitos mencionados acima, com base no mesmo dispositivo normativo.
2. Por meio do expediente em questão, o Administrador esclareceu que o Fundo, apesar de ser aberto, não estaria dispensado do registro prévio na CVM para realizar a Oferta, dado que seu prazo de carência somado ao de pagamento do resgate ultrapassa 30 dias, o que o enquadraria na exceção prevista pelo § 1º do art. 21 da Instrução CVM 356.
3. Ademais, esclareceu também o Administrador que o Fundo não poderia realizar a Oferta no âmbito da Instrução CVM nº 476/09, pelo fato de as cotas de fundos de investimento abertos não figurarem na lista de valores mobiliários abarcados por aquela Instrução.
4. Não obstante, o Administrador ressaltou que a Oferta seria destinada exclusivamente a investidores qualificados e profissionais, e que o número máximo de subscritores seria de 50 investidores, sendo que seriam abordados, durante o prazo da Oferta, no máximo, 75 investidores.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

5. Da análise do referido expediente, verificamos que, se por um lado o Administrador argumentou não poder realizar a Oferta no âmbito da Instrução CVM 476, por conta de a mesma não abarcar a distribuição de cotas de fundos abertos, por outro informou que a mesma seria destinada tanto a investidores qualificados, como a investidores profissionais, o que estaria em desacordo com as ofertas a serem realizadas no âmbito da referida Instrução, que, a partir de 01/10/2015, com a entrada em vigor das alterações propostas pela Instrução CVM nº 554/14, só poderiam ser destinadas a investidores profissionais¹.
6. Por conta desse fato, encaminhamos em 23/09/2015 o Ofício nº 163/2015/CVM/SRE/GER-1 (fls. 93 a 94), solicitando esclarecimentos a respeito da mesma, tendo em vista termos entendido que o intuito do Administrador seria o de realizar a Oferta no âmbito da Instrução CVM 476, só não o fazendo por conta de o Fundo ser aberto.
7. Além disso, solicitamos também por meio do Ofício supra a apresentação de documentos a serem utilizados na Oferta, em analogia aos que são previstos por aquela Instrução.
8. Em 06/10/2015, o Administrador protocolou expediente na CVM (fls. 96 a 131), em resposta ao Ofício nº 163/2015/CVM/SRE/GER-1, esclarecendo que a Oferta seria destinada somente a investidores profissionais e apresentando as minutas dos documentos que haviam sido solicitados.
9. Em 09/10/2015, encaminhamos o Ofício nº 180/2015/CVM/SRE/GER-1 (fls. 133 a 134), solicitando que fosse apresentada ata atualizada da assembleia geral extraordinária de cotistas do Fundo, aprovando a Oferta nos termos esclarecidos pelo Administrador, ou seja, sendo destinada exclusivamente a investidores profissionais, contando com, no máximo, 50 subscritores e abordando, no máximo, 75 investidores.
10. Ademais, solicitamos ainda por meio do referido Ofício que nos fosse encaminhada versão assinada do contrato de distribuição da Oferta.
11. Em 04/11/2015, o Administrador protocolou expediente na CVM (fls. 136 a 156), em resposta ao Ofício nº 180/2015/CVM/SRE/GER-1, atendendo às exigências que haviam sido apresentadas por meio do mesmo.
12. Em 02/12/2015, a Gerência de Acompanhamento de Fundos Estruturados – GIE, pertencente à Superintendência de Relações com Investidores Institucionais – SIN, encaminhou e-mail à SRE informando que o Fundo encontra-se atualizado junto à CVM.
13. Tendo em vista que as versões de Boletim de Subscrição protocoladas junto ao expediente de 04/11/2015, bem como a ata da assembleia que aprovou a Oferta, não contemplavam os requisitos previstos pelos artigos 30 e 31 da Instrução CVM 400, no que se refere à possibilidade de distribuição parcial, encaminhamos em 11/12/2015 o Ofício nº 227/2015/CVM/SRE/GER-1 (fl. 195), solicitando que fossem feitos os ajustes necessários nos referidos documentos, de modo a que fossem observados em sua integridade os dispositivos normativos em questão.
14. Por fim, em 05/01/2016, o Administrador protocolou expediente na CVM (fls. 197 a 205), atendendo às exigências apresentadas por meio do Ofício supra.

¹ Nos termos do *caput* do art. 2º da Instrução CVM nº 476/09.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

II. CARACTERÍSTICAS DO FUNDO E DA OFERTA

15. O Fundo é constituído sob a forma de condomínio aberto, com prazo de duração indeterminado, nos termos do artigo 89 de seu Regulamento (fl. 83).

16. De acordo com o último informe mensal disponível do Fundo, encaminhado em 11/01/2016, referente à 12/2015 (fls. 206 a 214), o mesmo conta com 44 cotistas, detentores de 277 cotas seniores e 123 cotas subordinadas, sendo que seu patrimônio líquido é de R\$ 12.559.190,97.

17. Nos termos do artigo 24 do Regulamento do Fundo (fl. 45), suas cotas não estão sujeitas a prazo de carência para efeito de resgate. Já o efetivo pagamento pelas mesmas, por parte do Fundo, seguirá o disposto no art. 25 de seu Regulamento (fl. 45), devendo ser efetuado até o 30º dia subsequente ao da solicitação do resgate, para as cotas seniores, e no prazo mínimo de 30 dias a partir da referida solicitação, para as demais cotas (dentre as quais se incluem aquelas objeto da presente Oferta, cotas mezanino e subordinadas).

18. O objetivo do Fundo é descrito no art. 4º de seu Regulamento (fl. 39), nos seguintes termos:

“Artigo 4.º - Objetivo. O objetivo do Fundo é obter rendimentos para os Cotistas, observada a política de investimento, conforme estabelecida no Capítulo VII deste Regulamento, por meio da aquisição de: (i) Direitos de Crédito, juntamente com todos os direitos, privilégios, preferências, prerrogativas e ações assegurados aos titulares de tais Direitos de Crédito, tudo nos termos dos Contratos de Cessão; e (ii) Ativos Financeiros. Os investimentos do Fundo subordinar-se-ão aos requisitos de composição e de diversificação estabelecidos neste Regulamento, sempre observado o disposto na legislação e regulamentação aplicáveis.”

19. De seu último informe mensal disponível (dezembro/2015), verifica-se que, atualmente, o Fundo concentra seu patrimônio na conta “c) Comercial”, com valor de R\$ 12.398.614,95.

20. Além do Administrador, o Fundo conta com a gestão de sua carteira por parte de Fram Capital Gestão de Ativos Ltda.

21. A prestação dos serviços de escrituração das cotas, de custódia e controle dos direitos creditórios integrantes da carteira do Fundo é realizada pelo Banco Paulista S.A.

22. Os serviços de auditoria, por sua vez, são desempenhados pela KPMG Auditores Independentes.

23. As cotas de emissão do Fundo foram avaliadas pela Liberum Ratings, tendo obtido a classificação “B(Fe) de Longo Prazo” para as cotas subordinadas e “BB+(Fe) de Longo Prazo” para as cotas mezanino (cópias dos relatórios respectivamente às fls. 162-171 e 181-190).

24. Conforme consta da ata da assembleia geral extraordinária (“AGE”) de cotistas realizada em 29/12/2015 (fls. 201 a 205), o valor da Oferta será de até R\$ 10 milhões, com a emissão de até 200 cotas mezanino e até 200 cotas subordinadas, ambas com valor unitário de R\$ 25.000,00, sendo que a Oferta poderá ser encerrada com distribuição parcial no valor de R\$ 1 milhão, conforme informação constante do expediente protocolado em 05/01/2016.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

25. Ademais, também nos termos da referida ata da AGE, a Oferta será destinada exclusivamente a investidores profissionais, limitando-se à procura por, no máximo, 75 investidores, a fim de que, no máximo, 50 deles subscrevam as cotas objeto da mesma.
26. Por se tratar de fundo aberto, as cotas de sua emissão não são, nem serão, objeto de negociação em mercados regulamentados, conforme inclusive encontra-se expressamente previsto pelo artigo 19 do Regulamento do Fundo (fl. 44).
27. Em substituição aos anúncios de início e de encerramento previstos pela Instrução CVM 400, dos quais foi solicitada a dispensa, em pleito subsidiário à dispensa de registro, o Administrador propõe o envio à CVM de comunicações sobre o início e o encerramento da Oferta, em analogia ao que preceituam os artigos 7º-A e 8º da Instrução CVM 476, cujas minutas foram encaminhadas junto ao expediente protocolado na CVM em 06/10/2015 (fls. 113 a 117).
28. Por meio do expediente protocolado em 05/01/2016, foram encaminhados dois modelos de Boletim de Subscrição (fls. 199 e 200), o primeiro contendo declaração a ser assinada pelos investidores, considerando que a Oferta tenha sido dispensada de registro, e o segundo contendo declaração assinada pelos investidores, considerando que a Oferta tenha sido dispensada dos requisitos (i) elaboração de prospecto e (ii) elaboração e publicação dos anúncios de início e encerramento, nos seguintes termos:

Boletim de Subscrição considerando a dispensa de registro da Oferta:

*“Declaro para todos os fins que estou de acordo com as condições expressas no presente Boletim de Subscrição e que recebi exemplar do Regulamento do Capital Ativo Fundo de Investimentos em Direitos Creditórios, além de ter obtido amplo acesso às informações que julguei necessárias e suficientes para a decisão de investimento no fundo, tendo conhecimento de todos os riscos envolvidos no investimento e tendo esclarecido de forma satisfatória todas as dúvidas. **Ainda, declaro ter ciência, neste ato, que a oferta foi dispensada de registro perante a CVM.**” (grifo nosso)*

Boletim de Subscrição considerando a dispensa de requisitos da Oferta:

*“Declaro para todos os fins que estou de acordo com as condições expressas no presente Boletim de Subscrição e que recebi exemplar do Regulamento do Capital Ativo Fundo de Investimentos em Direitos Creditórios, além de ter obtido amplo acesso às informações que julguei necessárias e suficientes para a decisão de investimento no fundo, tendo conhecimento de todos os riscos envolvidos no investimento e tendo esclarecido de forma satisfatória todas as dúvidas. **Ainda, declaro ter ciência, neste ato, das dispensas concedidas pela CVM, em especial a dispensa (i) de elaboração de prospecto, e (ii) de elaboração e publicação dos anúncios de início e encerramento da oferta.**” (grifo nosso)*

29. Ademais, foram encaminhados por meio do expediente protocolado em 06/10/2015, dois modelos de termo de adesão ao Regulamento do Fundo e ciência de risco (fls. 107 a 112), sendo um deles adequado ao caso de dispensa do registro da Oferta e o outro



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

adequado ao caso de dispensa de requisitos, da mesma forma que foi feito com as minutas do Boletim de Subscrição.

30. Cabe ressaltar que ambos os modelos de termo de adesão supramencionados contam com as declarações previstas pelo inciso I do § 4º do art. 4º da Instrução CVM 400, para os casos de dispensa de registro ou de requisitos daquela Instrução, quando as ofertas forem destinadas exclusivamente a investidores qualificados, ou, no presente caso, apenas a investidores profissionais.

III. ALEGAÇÕES DO ADMINISTRADOR

31. O Administrador apresenta as seguintes justificativas como base para o pedido de dispensa de registro da Oferta:

- (i) O fato de a Oferta ser destinada exclusivamente a investidores profissionais, *“isto é, somente será destinada a investidores com plenas condições de avaliar os riscos envolvidos”* e *“tomar, de forma consciente e embasada, a decisão de subscrever cotas do Fundo no âmbito da Oferta”*;
- (ii) O fato de o Fundo ser *“constituído sob a forma de condomínio aberto e, em razão das cotas subordinadas e mezanino possuírem determinadas limitações para resgate, não enquadram na hipótese de dispensa automática de oferta prevista na Instrução CVM 356. Em razão de ser um Fundo aberto, também não está apto a utilizar o regime da oferta pública com esforços restritos previsto na Instrução CVM 476. Os FIDCs constituídos sob a forma de condomínio aberto também não estão abrangidos pela sistemática da oferta simplificada prevista na Instrução CVM 409 para emissão de cotas de fundos abertos. O Fundo, portanto, para realizar uma Oferta de valor não tão elevado, precisa buscar guarida em um pedido de dispensa de registro, tendo em vista que os custos envolvidos em uma oferta sob os requisitos regulares da Instrução CVM 400 seriam demasiadamente altos para o porte da oferta;”*
- (iii) O fato de o Fundo ter *“como objetivo a aquisição de direitos creditórios relacionados a micro, pequenas e médias empresas, nos termos do artigo 60-A, da Instrução CVM 356, que autoriza a CVM dispensar determinados requisitos previstos na instrução aplicável aos FIDCs. Além disso, é importante ressaltar que o regulamento do Fundo prevê diversas limitações para a constituição de sua carteira e limita um alto grau de concentração em poucos devedores e limita, portanto, as hipóteses de iliquidez do Fundo;”*
- (iv) O fato de *“o número máximo de subscritores da Emissão será [ser] de 50 (cinquenta) investidores, sendo que serão abordados, durante todo o período da Oferta, no máximo 75 (setenta e cinco) investidores; e”*
- (v) O fato de o valor mínimo de subscrição por investidor ser de R\$ 25.000,00.

32. Ademais, esclarece o Administrador que *“cada um dos subscritores firmará declaração no termo de adesão e ciência de risco que atestará que (i) tem conhecimento e experiência em finanças e negócios suficientes para avaliar os riscos e o conteúdo da oferta e que são capazes de assumir tais riscos; (ii) teve amplo acesso às informações que julgaram necessárias e suficientes para a decisão de investimento, notadamente aquelas normalmente fornecidas no Prospecto; e (iii) tem conhecimento de que se trata de hipótese de dispensa de registro.”*



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

33. O Administrador solicitou, ainda, autorização da CVM para que a Oferta tenha prazo máximo de 2 anos, e não 180 dias, conforme prevê a Instrução CVM 356. Tal solicitação tem guarida em decisão do Colegiado da CVM datada de 27/11/2007, em que foi autorizada a adoção do prazo de 2 anos para a oferta pública de distribuição de cotas de um FIDC aberto, que se enquadrava na situação prevista pelos §§ 1º e 2º do art. 21 da referida Instrução (prazo de carência somado ao de resgate superior a 30 dias), facultando “à SRE a tratar de igual maneira casos similares.”

34. Por fim, “*subsidiariamente, caso a dispensa de registro não seja concedida, o Administrador desde já requer [requereu] a dispensa de determinados requisitos previstos na Instrução CVM 400, especificamente: (i) dispensa da elaboração de prospecto; (ii) dispensa de publicação de anúncio de início e encerramento.*”

IV. NOSSAS CONSIDERAÇÕES

35. Primeiramente, destacamos que o presente pleito observou o que preceitua o Anexo I da Instrução CVM 400, que trata das “**INFORMAÇÕES QUE DEVEM CONSTAR DO REQUERIMENTO DE DISPENSA DE REGISTRO OU REQUISITOS DO REGISTRO**”.

36. Ademais, ressaltamos que, nos termos dos §§ 1º e 2º do art. 21 da Instrução CVM 356, FIDC abertos cuja soma dos prazos de carência e de efetivo pagamento de valor de resgate ultrapassar 30 dias deverão ter as ofertas públicas de distribuição de cotas de sua emissão registradas na CVM, como se fossem FIDC fechados, ou seja, em observância ao art. 20 da mesma Instrução.

37. Assim dispõem os referidos dispositivos:

“Art. 20. A oferta pública de distribuição de cotas de fundo fechado será realizada com observância do disposto na Instrução CVM nº 400/03.

(...)

Art. 21. A distribuição de cotas de fundo aberto independe de prévio registro na CVM, e será realizada por instituições intermediárias integrantes do sistema de distribuição de valores mobiliários.

§1º A distribuição de cotas de fundos abertos observará o disposto no art. 20 desta Instrução, sempre que o regulamento do fundo estipule:

I – Prazo de carência para resgate de cotas superior a 30 (trinta) dias; ou

II – prazo para pagamento do valor de resgate das cotas for superior ao prazo referido no inciso I deste parágrafo.

§2º O disposto no §1º será aplicável também nos casos em que a soma dos prazos de carência ou para pagamento do valor de resgate for superior a 30 (trinta) dias.” (grifos nossos)

38. As ofertas públicas de distribuição de cotas de FIDC aberto registradas na CVM, por sua vez, podem ter prazo de até 2 anos, a contar da publicação do anúncio de início, diferentemente das ofertas de cotas de FIDC fechados, cujo prazo é de até 180 dias, a contar da referida publicação.

39. O prazo de até 2 anos para as ofertas registradas de cotas de FIDC abertos, conforme mencionado acima, foi deliberado pelo Colegiado da CVM em reunião datada de



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

27/11/2007, no âmbito do Processo CVM nº RJ-2007-11393, que estabeleceu, ainda, a possibilidade de tais fundos realizarem “*novas emissões de cotas ao abrigo do registro concedido, desde que o saldo de cotas emitidas não ultrapasse o número de cotas registradas*”, conforme se verifica abaixo:

“RECURSO CONTRA ENTENDIMENTO DA SRE NO ÂMBITO DA OFERTA PÚBLICA DE DISTRIBUIÇÃO DE COTAS DE EMISSÃO DO OURINVEST FUNDO DE INVESTIMENTO EM DIREITOS CREDITÓRIOS (FIDC) FINANCEIROS – SUPPLIERCARD - OLIVEIRA TRUST DTVM S.A. - PROC. RJ2007/11393

Reg. nº 5632/07

Relator: DDS

Trata-se de recurso interposto por Oliveira Trust DTVM S.A., na qualidade de instituição administradora de fundo, contra entendimento da Superintendência de Registro de Valores Mobiliários – SRE no âmbito da oferta pública de distribuição de cotas de emissão do Ourinvest FIDC Financeiros - Supliercard, que exigiu sucessivos registros de distribuição pública de cotas de FIDC a cada intervalo de 180 dias a partir do registro inicial.

A SRE, levando em conta o disposto no item 15.1 do Regulamento do Fundo e o enquadramento do Fundo na hipótese prevista no inciso II do § 1º do art. 21 da Instrução 356/01 (possuir prazo para pagamento de resgate superior a 30 dias), enviou o OFÍCIO/SRE/GER-1/Nº 1606/2007, pelo qual informou seu entendimento de que as futuras ofertas públicas de distribuição de cotas de emissão do Fundo devem ser antecedidas de pedido de registro tão logo se encerre o prazo de 180 dias para distribuição da primeira emissão de cotas do Fundo.

Diferentemente do entendimento apontado no Ofício da SRE, a Recorrente entende que não se deveria aplicar ao caso a regra pela qual fundos abertos com prazo de resgate superior a 30 dias devem realizar distribuição pública nos termos da Instrução CVM nº 400/03.

(...)

Após detida análise do caso, no que se refere ao prazo da distribuição de cotas do Fundo, o Relator apresentou voto no sentido de que referido prazo seja estendido para 2 anos (aplicando-se, analogamente, o período de distribuição admitido para CEPACs e debêntures padronizadas previsto na Instrução CVM nº 404/04), com o que o prazo de 6 meses previsto no art. 18 da Instrução CVM nº 400/03 não seria aplicável para o Ourinvest FIDC Financeiros – Supliercard.

No que se refere ao limite de emissão de cotas, o Relator votou no sentido de autorizar novas emissões de cotas ao abrigo do registro concedido, desde que o saldo de cotas emitidas não ultrapasse o número de cotas registradas. Em outras palavras, após a colocação da quantidade de cotas registrada, novas emissões dependerão de ter havido resgate anterior da mesma quantidade de cotas a serem emitidas, com o que emissões acima da quantidade inicialmente registrada, considerados os resgates, dependerão de novo registro.

Ainda, determinou o Relator que a Ourinvest FIDC Financeiros – Supliercard mantenha atualizado o prospecto, conforme previsto na letra "e" do Inciso I do



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

art. 34 da Instrução CVM nº 356/01 e que reporte, nos termos do inciso VI do art. 37 da Instrução CVM nº 400/03, a quantidade de cotas colocadas e a quantidade de cotas resgatadas, juntamente com as demais informações constantes do Anexo VII da última instrução citada.

Por fim, o Relator votou por (i) facultar à SRE a tratar de igual maneira casos similares de FIDC abertos enquadrados na categoria prevista nos §§ 1º e 2º do art. 21 da Instrução CVM nº 356/01, bem como (ii) determinar que a SDM apresente projeto de regulação que aborde os problemas abordados neste caso, com especial ênfase nos aspectos relacionados à vedação de negociação secundária de cotas de fundos abertos, que deverá ser contemplada com urgência.

Os demais membros do Colegiado acompanharam o voto apresentado pelo Relator.” (grifos nossos)

40. Cabe ressaltar ainda a impossibilidade de as ofertas de cotas de FIDC abertos serem dispensadas de registro nos termos da Instrução CVM 476, mesmo que suas características se enquadrem no que preceitua a referida norma, pela natureza do veículo emissor (o FIDC aberto), conforme se verifica abaixo na redação constante do § 1º do art. 1º da referida Instrução:

“Art. 1º Serão regidas pela presente Instrução, as ofertas públicas de valores mobiliários distribuídas com esforços restritos.

§1º Esta Instrução se aplica exclusivamente às ofertas públicas de:

I – notas comerciais;

II – cédulas de crédito bancário que não sejam de responsabilidade de instituição financeira;

III – debêntures não-conversíveis ou não-permutáveis por ações;

IV - cotas de fundos de investimento fechados;

V - certificados de recebíveis imobiliários ou do agronegócio;

VI - letras financeiras, desde que não relacionadas a operações ativas vinculadas;

VII - certificados de direitos creditórios do agronegócio;

VIII - cédulas de produto rural - financeiras que não sejam de responsabilidade de instituição financeira; e

IX - warrants agropecuários.” (grifo nosso)

41. Não obstante, os FIDC abertos têm a opção de realizar ofertas públicas de distribuição de cotas de sua emissão dispensadas de registro automaticamente, nos termos do inciso II do art. 5º da Instrução CVM 400, transcrito abaixo, situação na qual a presente Oferta não se enquadra:

“Art. 5º Sem prejuízo de outras hipóteses que serão apreciadas especificamente pela CVM, será automaticamente dispensada de registro, sem a necessidade de formulação do pedido previsto no art. 4º, a oferta pública de distribuição:

(...)

II - de lote único e indivisível de valores mobiliários; e



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

(...)"

42. No presente caso, o Fundo é constituído sob a forma de condomínio aberto, com a seguinte regra para carência e resgate das cotas de sua emissão, nos termos dos artigos 24 e 25 de seu Regulamento:

“Artigo 24 – As Cotas do Fundo não estão sujeitas a prazo de carência para efeito de resgate.

Artigo 25 – O resgate de Cotas do Fundo obedecerá às seguintes regras:

I - para a conversão de Cotas, assim entendida a data da apuração do valor da Cota para fins de pagamento de resgate, será utilizado o valor da Cota em vigor no dia da efetivação da solicitação (D+0);

II - o pagamento do resgate das Cotas Seniores deverá ser efetuado até o 30º (trigésimo) dia subsequente ao da solicitação respectiva (D+30), desde que esta se dê dentro do horário estabelecido, periodicamente, pela Administradora, sem a cobrança de taxas e/ou despesas, sendo certo que, no caso de a data do pagamento do resgate não ser Dia Útil, o referido pagamento deverá ser efetuado no primeiro Dia Útil subsequente;

III - o pagamento do resgate das demais classes de Cotas será efetuado no prazo mínimo de 30 (trinta) dias contados da solicitação respectiva, no momento em que o Fundo possua os recursos necessários para efetivar tal resgate;

Parágrafo Único. Para fins do disposto no inciso II acima, a ordem de pagamento dos resgates deverá respeitar a ordem das solicitações de resgate registrada diariamente pela Administradora, independentemente do valor total das Cotas a serem resgatadas, observado que, havendo pedidos de resgate de Cotas Seniores e de Cotas Subordinadas realizados em um mesmo dia, aqueles referentes a Cotas Seniores serão atendidos prioritariamente aos resgates relativos a Cotas Subordinadas, observado ainda o disposto no Parágrafo 3º do Artigo 59 abaixo em relação ao resgate de Cotas Subordinadas.” (grifos nossos)

43. Quanto às características da Oferta ora em análise, destacamos:

- (i) ser dirigida exclusivamente a investidores profissionais;
- (ii) valor total da Oferta de até R\$ 10 milhões;
- (iii) esforço de venda junto a, no máximo, 75 investidores, e colocação para, no máximo, 50 investidores;
- (iv) vedação de negociação das cotas em mercados regulamentados, mesmo pela própria natureza de fundo aberto;
- (v) comunicação de início e encerramento da Oferta junto à CVM, no modelo previsto pelos artigos 7º-A e 8º da Instrução CVM 476; e
- (vi) termo de adesão ao Regulamento do Fundo contém as declarações previstas pelo inciso I do § 4º do art. 4º da Instrução CVM 400, solicitadas para o caso de dispensa de registro ou de requisitos daquela Instrução.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

44. Pelas características acima, verifica-se que a Oferta das cotas em si enquadrar-se-ia no rito previsto pela Instrução CVM 476, e poderia ser dispensada de registro na CVM, se não fosse pela natureza do veículo emissor (um FIDC aberto).

45. Isso porque as cotas de emissão de um FIDC aberto não se encontram contempladas como valores mobiliários passíveis de serem ofertados com esforços restritos ao amparo da Instrução CVM 476. Nesse sentido, o inciso IV do art. 1º da referida norma é claro:

“Art. 1º, §1º Esta Instrução se aplica exclusivamente às ofertas públicas de:

(...)

IV - cotas de fundos de investimento fechados;

(...)” (grifo nosso)

46. Por esse motivo, então, não entraremos no mérito do entendimento já firmado pelo Colegiado da CVM de que, com o advento da Instrução CVM 476, não caberiam, a princípio, a dispensa de registro de uma oferta pública de distribuição, ou o registro da mesma com a dispensa de formalidades informacionais previstas pela Instrução CVM 400.

47. Tal entendimento se baseou essencialmente no fato de que a Instrução CVM 476, além de prever um rito de oferta pública de distribuição que não carece de registro na CVM, *“estabelece um regime de publicidade simplificado em razão do público qualificado e limitado a que se destinam tais ofertas”*, de modo que, *“desde a edição dessa Instrução, os ofertantes dispõem de um meio de acesso ao mercado que os desonera da publicação dos anúncios.”*

48. Esse entendimento fora firmado na decisão do Colegiado da CVM datada de 26/10/2010, no âmbito do Processo CVM nº RJ-2009-6814, e aplicado ainda no indeferimento do pleito tratado pelo Processo CVM nº RJ-2011-4982, em reunião do Colegiado da CVM datada de 16/08/2011.

49. As decisões supramencionadas encontram-se, respectivamente, reproduzidas abaixo:

“PEDIDO DE DISPENSA DE REQUISITOS - REGISTRO DE OFERTA PÚBLICA DE DISTRIBUIÇÃO DE CRI – PÁTRIA COMPANHIA SECURITIZADORA DE CRÉDITOS IMOBILIÁRIOS – PROC. RJ2009/6814 Reg. nº 6847/09 Relator: SRE/GER-1:

Trata-se de apreciação de pedido apresentado por Pátria Companhia Securitizadora de Créditos Imobiliários (“Companhia”), com fulcro no art. 4º da Instrução nº 400/03, de dispensa de requisitos de registro no âmbito do pedido de registro de oferta pública de distribuição da 2ª série de certificados de recebíveis imobiliários (CRI Série II) da 3ª emissão da Companhia. A Companhia pede que seja dispensada (i) da publicação dos Anúncios de Início e Encerramento da Distribuição em periódico, exigida pelo art. 29 da Instrução nº 400/03, e (ii) da observação do limite máximo de 20% por devedor dos créditos imobiliários que lastreiam a presente emissão de CRI, estabelecida no art. 5º da Instrução nº 414/04.

(...)

Em relação à primeira dispensa, o Colegiado destacou que os precedentes mencionados pela SRE não se mostram pertinentes, tendo em vista a edição recente da Instrução nº 476, em janeiro de 2009, que regulamentou as ofertas



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

públicas distribuídas com esforços restritos. Dentre outras características, tal Instrução estabelece um regime de publicidade simplificado em razão do público qualificado e limitado a que se destinam tais ofertas. Assim, desde a edição dessa Instrução, os ofertantes dispõem de um meio de acesso ao mercado que os desonera da publicação dos anúncios. Inclusive, em virtude da edição da Resolução CMN nº 3792/09, as ofertas públicas distribuídas com esforços restritos podem ser dirigidas a entidades fechadas de previdência complementar. Além disso, o Colegiado ressaltou que os precedentes mencionados dizem respeito a casos em que as ofertas eram voltadas a um único investidor, ao contrário do presente caso, em que a oferta se destina a um grupo de investidores. Por essas razões, O Colegiado deliberou, por unanimidade, indeferir a primeira dispensa, ressaltando a importância de as ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários seguirem o regime de publicidade apropriado, estabelecido na Instrução nº 400/03.

(...)” (grifo nosso); e

“PEDIDO DE DISPENSA DE REQUISITOS DE REGISTRO - DGF INOVA FUNDO MÚTUO DE INVESTIMENTO EM EMPRESAS EMERGENTES INOVADORAS – PROC. RJ/2011/4982:

Trata-se de apreciação de pedido apresentado por DGF Investimentos Gestão de Fundos Ltda. (“Requerente”), administradora do DGF Inova Fundo Mútuo em Empresas Emergentes Inovadoras (“Fundo”), de registro de distribuição pública da 1ª emissão de suas cotas, acompanhado de pedido de dispensa de requisito - elaboração de prospecto - nos termos do disposto no art. 4º, inciso VII, da Instrução nº 400/2009.

Em seu pedido, a Requerente solicitou a dispensa de elaboração de prospecto, ‘visto que a operação se destina unicamente a investidores qualificados, em consonância com o entendimento do Colegiado dessa Autarquia, demonstrado nos votos proferidos nos Procs. RJ2006/4383; RJ2007/8644; RJ2008/8432; RJ2008/11131; RJ2008/11133; RJ2009/368’.

Destacou, ainda, a aplicação subsidiária da Instrução nº 400/09 (art. 60, parágrafo único, incisos I e V) ao caso, já que a Instrução nº 209/04, que rege os FMIEE, não traz hipótese de dispensa específica de elaboração de prospecto.

A Superintendência de Registro de Valores Mobiliários – SRE manifestou-se desfavorável à concessão da dispensa. Em sua análise, a SRE não vislumbrou possibilidade de aplicação subsidiária da Instrução CVM 400/03 à dispensa requerida e destacou que, com a publicação da Instrução CVM 476/09, que previu a dispensa de registro para ofertas com número limitado de participantes, não há mais que se falar em dispensa de elaboração de prospecto para Ofertas que excedam o patamar de 20 participantes, caso tal dispensa não esteja prevista em instrução específica.

O Colegiado destacou que todos os precedentes trazidos pela Requerente são anteriores à vigência da Instrução CVM 476/09. Dessa forma, com base na manifestação da área técnica consubstanciada no Memo/SRE/GER-2/113/2011, o Colegiado deliberou o indeferimento da dispensa pleiteada.” (grifos nossos)

50. De volta ao caso concreto, observamos que, da mesma forma que não é aplicável ao Fundo a possibilidade de realização de ofertas de cotas com esforços restritos, dispensadas de



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

registro ao amparo da Instrução CVM 476, por sua natureza de FIDC aberto, a presente Oferta, por suas características, também não encontra amparo na possibilidade de dispensa de registro prevista no art. 5º da Instrução CVM 400, conforme mencionado no parágrafo 43 acima.

51. Isso porque a Oferta não é destinada “a um investidor único ou a um grupo econômico específico (assim entendido aquele que possui controlador comum e interesse único e indissociável)” (redação do inciso II da Deliberação CVM nº 535/08), ou a “fundos de investimento cujas decisões de investimento sejam tomadas pelo mesmo gestor [os quais] serão considerados como um único investidor para os fins dos limites previstos neste artigo” (redação do p.u. do art. 3º da Instrução CVM 476), casos que, no entendimento desta área técnica, seriam contemplados pela dispensa de registro de que trata o art. 5º da Instrução CVM 400.

52. Cabe ressaltar ainda que, em ambos os casos de dispensa de registro de oferta pública de distribuição de valores mobiliários mencionados acima (pelo art. 5º da Instrução CVM 400 ou pela Instrução CVM 476), as ofertas não contam com a elaboração de prospecto ou com a publicação dos anúncios de início e de encerramento.

53. Naqueles casos, a divulgação da oferta é feita quando do seu encerramento, mediante disponibilização de documento próprio, por parte da instituição intermediária, no site da CVM, nos termos do § 3º do art. 5º da Instrução CVM 400 ou do art. 8º da Instrução CVM 476, a depender de cada caso de dispensa específico.

54. Não sendo a presente Oferta passível de dispensa por ambos os ritos mencionados acima, conforme já dissemos, restou ao Administrador do Fundo, que pretende eliminar os gastos com a elaboração e atualização de prospecto e com a publicação dos anúncios de início e de encerramento, pleitear a dispensa de registro da Oferta ou, subsidiariamente, o registro da mesma com a dispensa das referidas formalidades, nos seguintes termos do art. 4º da Instrução CVM 400:

*“Art. 4º Considerando as características da oferta pública de distribuição de valores mobiliários, **a CVM poderá, a seu critério e sempre observados o interesse público, a adequada informação e a proteção ao investidor, dispensar o registro ou alguns dos requisitos, inclusive publicações, prazos e procedimentos previstos nesta Instrução.***

*§ 1º **Na dispensa mencionada no caput, a CVM considerará, cumulativa ou isoladamente, as seguintes condições especiais da operação pretendida:***

I - REVOGADO

*II - **o valor unitário dos valores mobiliários ofertados ou o valor total da oferta;***

III - o plano de distribuição dos valores mobiliários (art. 33, § 3º);

IV - a distribuição se realizar em mais de uma jurisdição, de forma a compatibilizar os diferentes procedimentos envolvidos, desde que assegurada, no mínimo, a igualdade de condições com os investidores locais;

V - características da oferta de permuta;

VI - o público destinatário da oferta, inclusive quanto à sua localidade geográfica ou quantidade; ou

*VII - **ser dirigida exclusivamente a investidores qualificados.**” (grifos nossos)*



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

55. No caso de a oferta dispensada de registro ou de requisitos ser dirigida exclusivamente a investidores qualificados, o § 4º do art. 4º da Instrução CVM 400 prevê a necessidade de os subscritores firmarem declarações, as quais deverão constar dos boletins de subscrição ou recibos de aquisição, ou do termo de adesão e ciência de risco, nos termos abaixo destacados:

*“Art. 4º Considerando as características da oferta pública de distribuição de valores mobiliários, **a CVM poderá, a seu critério e sempre observados o interesse público, a adequada informação e a proteção ao investidor, dispensar o registro ou alguns dos requisitos, inclusive divulgações, prazos e procedimentos previstos nesta Instrução.***

*§ 1º **Na dispensa mencionada no caput, a CVM considerará, cumulativa ou isoladamente, as seguintes condições especiais da operação pretendida:***

(...)

*VII - **ser dirigida exclusivamente a investidores qualificados.***

(...)

*§4º **Na hipótese de dispensa de requisitos de registro com base no inciso VII do § 1º, deverá ser, adicionalmente, observado o seguinte:***

*I - **o ofertante apresentará à CVM, juntamente com o pedido fundamentado mencionado no § 2º deste artigo [de dispensa de registro ou de requisitos], modelo de declaração a ser firmado pelos subscritores ou adquirentes, conforme o caso, da qual deverá constar, obrigatoriamente, que:***

*a) **têm conhecimento e experiência em finanças e negócios suficientes para avaliar os riscos e o conteúdo da oferta e que são capazes de assumir tais riscos;***

*b) **tiveram amplo acesso às informações que julgaram necessárias e suficientes para a decisão de investimento, notadamente aquelas normalmente fornecidas no Prospecto; e***

*c) **têm conhecimento de que se trata de hipótese de dispensa de registro ou de requisitos, conforme o caso;***

*II - **todos os subscritores ou adquirentes dos valores mobiliários ofertados firmarão as declarações indicadas no inciso I deste parágrafo, as quais deverão ser inseridas nos boletins de subscrição ou recibos de aquisição, ou no termo de adesão e ciência de risco, no caso de oferta de cotas de emissão de fundos de investimento;***” (grifos nossos)

56. Quanto às condições elencadas no § 1º do art. 4º da Instrução CVM 400, a serem observadas para fins de eventual dispensa de registro ou de requisitos, conforme vimos no parágrafo 56 acima, entendemos que o caso concreto encontra-se contemplado pelos incisos II e VII do referido dispositivo, haja vista o valor total da Oferta (R\$ 10 milhões) e o público a que a mesma se dirige exclusivamente (investidores profissionais).

57. Sobre o público a que a Oferta se dirige exclusivamente (investidores profissionais), cabe salientar que trata-se de público mais restrito e que engloba a categoria dos investidores qualificados, motivo pelo qual entendemos que a hipótese prevista pelo inciso VII do § 1º do art. 4º da Instrução CVM 400 se aplica à presente Oferta.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

58. Já no que se refere à minuta do termo de adesão ao Regulamento do Fundo, verificamos que o referido documento conta com as declarações exigidas pelo § 4º do art. 4º da Instrução CVM 400, acima destacado, conforme mencionamos no parágrafo 34 supra.

59. Ademais, cabe ressaltar que o Colegiado da CVM, acompanhando a manifestação da SRE, já concedeu as dispensas de elaboração e atualização de prospecto e de publicação dos anúncios de início e de encerramento, no âmbito da oferta pública de distribuição de cotas da 2ª emissão do BBIF Master FIDC LP (Processo CVM nº RJ-2013-1290).

60. Naquele caso, que também envolvia um fundo aberto com prazo de resgate superior a 30 dias e uma oferta que seria realizada nos moldes da Instrução CVM 476, o administrador do BBIF Master FIDC LP solicitou apenas as referidas dispensas (de elaboração e atualização de prospecto e de publicação dos anúncios de início e de encerramento), não pleiteando, como ocorre no presente caso, a dispensa do registro da Oferta.

61. A despeito de não ter sido naquele caso pleiteada a dispensa do registro da oferta, entendemos que o racional considerado por esta área técnica para ser favorável às dispensas que foram concedidas é o mesmo que fora desenvolvido no presente Memorando, motivo pelo qual entendemos que, caso fosse ali pleiteada a dispensa de registro da oferta nos termos do art. 4º da Instrução CVM 400, a mesma poderia ter sido concedida.

62. Por esses motivos, e por considerar ainda que a Oferta em si guarda as características de uma oferta com esforços restritos, nos termos da Instrução CVM 476, não podendo, contudo, ser realizada pelo rito previsto naquela norma, por conta da natureza de seu veículo (um FIDC aberto), entendemos que o caso concreto atende a “*o interesse público, a adequada informação e a proteção ao investidor*”, fundamentos previstos no art. 4º da Instrução CVM 400 para a concessão da dispensa de registro ou de requisitos de uma oferta pública de distribuição.

63. Dessa forma, somos favoráveis ao pleito ora em análise de dispensa de registro da oferta pública de distribuição de cotas mezanino e subordinadas de emissão do Capital Ativo FIDC, ou, subsidiariamente, caso o Colegiado da CVM entenda pela necessidade do registro da Oferta, somos favoráveis a que a mesma seja dispensada da elaboração e atualização de Prospecto e das publicações dos anúncios de início e de encerramento, dadas as características da Oferta e do Fundo, bem como os termos propostos por seu Administrador, conforme descrevemos na seção II do presente Memorando.

V. CONCLUSÃO

64. Por todo o acima exposto, propomos o encaminhamento do presente caso ao SGE, solicitando que o mesmo seja submetido ao Colegiado da CVM, tendo esta área técnica como relatora, ressaltando que somos favoráveis à dispensa de registro da oferta pública de distribuição de cotas mezanino e subordinadas de emissão do Capital Ativo FIDC, ou, subsidiariamente, caso o Colegiado da CVM entenda pela necessidade do registro da Oferta, somos favoráveis a que a mesma conte com as dispensas de elaboração e atualização de Prospecto e de publicação dos anúncios de início e de encerramento, tendo em vista as seguintes características da referida Oferta:

- (i) ser dirigida exclusivamente a investidores profissionais, em analogia ao que prevê o *caput* do art. 2º da Instrução CVM 476;



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

- (ii) ter valor total de no máximo R\$ 10 milhões;
- (iii) contar com esforço de venda junto a, no máximo, 75 investidores, e colocação para, no máximo, 50 investidores, em analogia ao que prevê os incisos I e II do art. 3º da Instrução CVM 476;
- (iv) contar com vedação de negociação das cotas em mercados regulamentados, mesmo pela própria natureza de fundo aberto;
- (v) contar com a comunicação de início e encerramento da Oferta junto à CVM, no modelo previsto pelos artigos 7º-A e 8º da Instrução CVM 476; e
- (vi) o termo de adesão ao Regulamento do Fundo contém as declarações previstas pelo inciso I do § 4º do art. 4º da Instrução CVM 400, solicitadas para o caso de dispensa de registro ou de requisitos daquela Instrução.

Atenciosamente,

Original assinado por
RAUL DE CAMPOS CORDEIRO
Gerente de Registros-1

Ao SGE, de acordo com a manifestação da GER-1.

Atenciosamente,

Original assinado por
DOV RAWET
Superintendente de Registro de Valores Mobiliários