



RELATÓRIO DE ANÁLISE

**Audiência Pública SDM nº 05/2012 – Processo CVM nº RJ2009-7807**

**Objeto:** Minuta de Instrução que dispõe sobre as atribuições dos prestadores de serviços dos fundos de investimento em direitos creditórios, alterando dispositivos da Instrução CVM nº 356, de 17 de dezembro de 2001, e da Instrução CVM nº 400, de 29 de dezembro de 2003.

**1. Introdução**

O presente relatório é resultado da Audiência Pública nº 05/2012, que recebeu comentários do público entre os dias 10 de julho e 10 de setembro de 2012, e teve como objeto a minuta de instrução (“Minuta”) que dispôs sobre as atribuições dos prestadores de serviços dos fundos de investimento em direitos creditórios.

A Minuta teve por objetivo aperfeiçoar aspectos da norma, principalmente quanto: i) à mitigação de estruturas que propiciam a ocorrência de conflito de interesses, em que a concentração indevida de funções por um mesmo participante ou por partes a ele relacionadas compromete a boa governança dos FIDC; e ii) ao aperfeiçoamento dos controles por parte do administrador e dos principais prestadores de serviços aos FIDC, com a definição mais clara da atuação e da responsabilidade dos participantes desse mercado.

A proposta contemplou também alterações decorrentes da experiência adquirida pela CVM com a contínua supervisão da indústria de FIDC e com a aplicação da Instrução CVM nº 356, de 2001, buscando inibir situações percebidas como potencialmente negativas.

Para melhor descrever e comentar as manifestações dos participantes, este relatório é dividido da seguinte forma: (i) introdução; (ii) participantes; (iii) comentários à Minuta; e (iv) proposta definitiva de instrução.

Este relatório foi elaborado pela Superintendência de Desenvolvimento de Mercado - SDM, com o objetivo de apresentar ao Colegiado da CVM as sugestões recebidas na Audiência Pública nº 05/2012. Seu conteúdo reflete a opinião e as interpretações de tal Superintendência e não necessariamente as da CVM. Este relatório não é aprovado pelo Colegiado ou por outras Superintendências da CVM.



A não ser que esteja indicado de outra maneira, os títulos das seções em que se divide o presente relatório e as remissões feitas ao longo deste documento fazem referência aos dispositivos da Minuta. Sempre que se quis fazer referência à numeração final do dispositivo, usou-se a expressão “atual [ ]”.

## **2. Participantes**

- (i) Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais (“ANBIMA”);
- (ii) Associação Nacional dos Participantes em Fundos de Investimento em Direitos Creditórios Multicedentes e Multissacados (“ANFIDC”);
- (iii) Banco Central do Brasil (“BACEN”);
- (iv) Banco do Brasil S.A (“BB”);
- (v) C&D Distribuidora de Títulos e Valores Mobiliários S.A (“C&D”);
- (vi) Interfile Participações S.A (“Interfile”);
- (vii) Interservicer – Serviços em Crédito Imobiliário (“Interservicer”);
- (viii) Negrão, Ferrari & Bumlai Chodraui – Advogados (“Negrão Ferrari”);
- (ix) Souza, Cescon, Barriou & Flesch – Advogados (“Souza Cescon”);
- (x) Spalding Advocacia Empresarial (“Spalding”);
- (xi) Standard & Poor’s (“S&P”);
- (xii) Uqbar Educação e Informação Financeira Avançada (“Uqbar”); e
- (xiii) Vaz, Barreto, Shingaki e Oioli Advogados (“Vaz Barreto”).



### 3. Comentários à Minuta

#### 3.1 Comentários gerais

A ANFIDC sugeriu que, em momento oportuno, seria interessante que a CVM avaliasse a conveniência da criação da figura do gestor de direitos creditórios, pois, além de apto a realizar as atividades que hoje são desempenhadas pela empresa especializada de análise, o gestor de direitos creditórios estaria habilitado a realizar a efetiva gestão da carteira de direitos creditórios dos FIDC, de acordo com as regras de conduta e com as melhores práticas estabelecidas pela CVM.

A CVM entende que, com as alterações propostas pela Minuta, o leque de prestadores de serviços envolvidos na estruturação e na administração/gestão dos FIDC e o escopo de atuação de cada um deles atenderão ao objetivo proposto de conferir uma maior segregação de funções que iniba o desalinhamento de interesses entre os participantes do fundo, respeitando-se, tanto quanto possível, a especialização do papel de cada prestador de serviço.

Cabe sublinhar que a regulamentação que dispõe sobre administrador de carteira (Instrução CVM nº 306, de 5 de maio de 1999) encontra-se em revisão e os comentários dos participantes recebidos no âmbito da audiência pública específica estão em fase de análise pela CVM. O Edital de Audiência Pública nº 14/2011 prevê inclusive a segmentação da autorização para a atividade de administração de carteira por tipo de ativos financeiros e contempla segmento específico para crédito.

Desse modo, a CVM entende que a preocupação do participante estará sanada quando da conclusão das reformas das Instruções CVM nºs 356, de 2001 e 306, de 1999.

O BACEN elogiou a maior clareza que a Minuta traz acerca de quem são os agentes envolvidos, o que podem e o que não podem fazer e quais são as responsabilidades de cada um na estruturação dos FIDC. Ademais, sugeriu que operações com diferentes finalidades não pudessem ser agrupadas em um mesmo lançamento, respeitando-se o catálogo de mensagens no SPB – dessa forma proibindo-se o **netting** de liquidações com finalidades diferentes – com o objetivo de permitir maior rastreabilidade ao BACEN.



A CVM concorda que os participantes devem cumprir as regras e orientações do BACEN quanto ao Sistema de Pagamentos Brasileiro, não sendo, porém, necessária qualquer modificação na Instrução.

### **3.2 Art. 24 – Regulamento**

#### **3.2.1 Art. 24, §1º, inciso IV – Operações em que o administrador figure como contraparte do fundo**

A ANBIMA recomenda a manutenção do inciso IV, em linha com a regulamentação que disciplina a atuação dos administradores no âmbito do art. 21-A, §1º da Instrução CVM nº 306, de 1999, em que se prevê que o administrador e gestor poderão atuar como contraparte nas operações do fundo, desde que previsto no regulamento.

Tal proposta tem o objetivo de possibilitar ao administrador ou gestor exercer melhor a gestão dos recursos da carteira do FIDC (gestão de caixa), tendo em vista que grande parte dos direitos creditórios é liquidada via cobrança bancária ao final do dia, ficando o administrador ou gestor impossibilitado de remunerar os recursos na data do seu recebimento com outra instituição.

A CVM entende que a proposta de manutenção da possibilidade de realização de operações nas quais a instituição administradora atue na condição de contraparte do fundo é pertinente para o caso citado pelo participante, e decidiu pela manutenção do dispositivo limitando-se, porém, o escopo de tais operações exclusivamente para a finalidade de realizar a gestão de caixa e liquidez do fundo.

#### **3.2.2 Art. 24, §1º, inciso VI – Alteração das expressões “coobrigação” e “partes relacionadas”**

O BACEN propõe a substituição do termo “coobrigação” – presente também no art. 40-A, **caput** e §9º – por “coobrigação ou outra forma de retenção de risco/envolvimento continuado” ou outra expressão equivalente, pois dificilmente ocorrem cessões para FIDC com coobrigação propriamente dita. O mais comum, em sua afirmação, é o cedente reter o risco de outras formas, sendo umas delas a substituição de parcelas/contratos inadimplentes por outros de melhor desempenho.



O esclarecimento é pertinente e o termo “coobrigação”, com alcance mais amplo, foi incluído no art. 2º da Instrução CVM nº 356, de 2001, que traz algumas definições de termos relevantes presentes na Instrução, de modo a abarcar todas as menções ao termo “coobrigação” (arts. 24, §1º, inciso VI, art. 35, inciso II, e §1º, 40-A, **caput** e §9º) e expressões correlatas como “coobrigado” (art. 40-A, §§1º, 2º e 7º), “coobrigados” (art. 40-B) e “coobrigar-se” ( arts. 35, inciso I, 36, inciso I).

A Spalding entende que a expressão “partes relacionadas”, mencionada nos arts. 24, §1º, inciso VI; 38, §8º e 40-A, §9º, deveria ser substituída pela expressão “sociedades controladoras, coligadas ou controladas”, pois acredita ser um termo mais objetivo e de conceituação jurídica pacificada. Alternativamente, caso a expressão “partes relacionadas” seja mantida, sugere a adoção da definição do Comitê de Pronunciamentos Contábeis nº 05, aprovado pela CVM por meio da Deliberação nº 560, de 11 de dezembro de 2008.

O comentário foi considerado parcialmente pertinente, tendo a CVM revisitado a redação dos arts. 24, §1º, inciso VI, alíneas “a” e “b”, 38, §8º, 39, §2º e 40-A, §9º da Instrução, inserindo a expressão “tal como definidas pelas regras contábeis que tratam desse assunto”, no mesmo padrão adotado na Instrução CVM nº 480, de 7 de dezembro de 2009.

### **3.2.3 Art. 24, §1º, inciso VII e §3º– Critérios de elegibilidade e condições de cessão**

O BACEN manifestou ser positiva a separação entre critérios de elegibilidade, os quais devem ser validados pelo custodiante, e as condições de cessão, a serem validadas por instituição designada.

Negrão Ferrari, ANBIMA, Souza Cescon, S&P, Uqbar e Vaz Barreto também se manifestaram como se segue.

O Negrão Ferrari entende que seria conveniente incluir no dispositivo a autorização expressa para que o custodiante realize tanto a análise dos critérios de elegibilidade quanto a validação das condições de cessão, devendo tal informação constar do regulamento do FIDC. As instituições custodiantes possuem a prática e a **expertise** necessárias para efetuar tal verificação de forma eficaz e tempestiva, e tal autorização reduziria riscos operacionais, concentrando em um único agente a análise de todos os termos e condições para a efetivação das cessões dos direitos creditórios.



A ANBIMA entende que o custodiante, juntamente com o administrador, deverá estipular quais atributos poderão ser validados como critérios de elegibilidade e condição de cessão, uma vez que dependerá desses participantes o entendimento quanto ao nível de integração das informações disponibilizadas ao custodiante.

Adicionalmente, afirma que o texto original do Edital dá margem à interpretação subjetiva, portanto, arbitramento quanto ao “dever de verificar” do custodiante, visto que nem sempre uma informação detida ou disponível pelo custodiante é passível de processamento pelo respectivo sistema de controle de custódia. Logo, sugere a seguinte redação para o art. 24, §3º:

*“§3º Os atributos dos direitos creditórios que possam ser validados a partir de informações ~~detidas ou disponíveis ao custodiante~~ disponibilizadas ao custodiante, de acordo com seu respectivo sistema de controle de custódia, devem ser enquadrados como critérios de elegibilidade.”*

O Souza Cescon manifestou que a linguagem utilizada no art. 24, §3º é imprecisa quanto ao que deve ser caracterizado como condição da cessão e como critério de elegibilidade no regulamento.

Argumentou que qualquer informação pode ser entendida como sendo “disponível ao custodiante”, pois por meio de pesquisa independente ou solicitação ao cedente e aos demais prestadores de serviços do fundo, o custodiante provavelmente conseguiria obter todas as informações necessárias para transformar a maior parte das condições da cessão em critérios de elegibilidade, passíveis, portanto, de verificação por ele próprio.

O participante opina que as informações obtidas dessa forma não devem ser entendidas como sendo “disponíveis ao custodiante”, pois, ao impor ao custodiante a obrigação de levantar e tratar tais informações, a CVM provavelmente o oneraria em demasia, aumentando substancialmente os custos de estruturação e operação de um FIDC.

Assim, sugeriu que apenas as informações já detidas pelo custodiante em função da atividade de custódia devem ser exigidas para fins de enquadramento de um atributo como critério de elegibilidade, sugerindo, para tanto, a seguinte redação para o art. 24, §3º:



*“§3º Os atributos dos direitos creditórios que possam ser validados a partir de informações detidas ~~ou disponíveis ao~~ pelo custodiante devem ser enquadrados como critérios de elegibilidade.”*

A S&P entende que os critérios de elegibilidade podem implicar um processo de validação mais forte do que o baseado em condições de cessão, por serem verificados por uma entidade independente (custodiante), ao invés do cedente dos ativos ou um consultor contratado pelo administrador do FIDC, o que potencialmente cria situações de conflito de interesses e resultaria em validações mais fracas e menos transparentes.

Porém, em função das características do mercado de custódia brasileiro, que é concentrado em razão das barreiras de mercado, sejam elas regulatórias, financeiras ou operacionais, os custodiantes usufruem de significativo poder de negociação. Dessa forma, caso os custodiantes entendam que determinado atributo seja operacionalmente inviável de ser verificado ou que apresente um custo alto de implementação, existe a possibilidade de que ele seja excluído por completo da política de investimento do FIDC.

Conseqüentemente, a política de investimento poderia tornar-se mais discricionária e, assim, a composição prática da carteira do FIDC poderia tornar-se mais arriscada, o que implicaria uma expectativa de perda maior para a carteira de direitos creditórios.

A participante sugeriu, como alternativa à proposta, a definição de uma lista de atributos mínimos que, quando aplicáveis, deveriam sempre ser enquadrados como critérios de elegibilidade, e não como condições de cessão, de maneira que fossem abordadas as consequências mencionadas acima em relação à discricionariedade do custodiante.

A Uqbar entende que a validação dos direitos creditórios em relação aos critérios de elegibilidade pode ser considerada uma função de natureza administrativa e, nesse sentido, poderia ser realizada, em muitos casos, pelo administrador.

A participante relatou que a prática de mercado tem concentrado um número desproporcionalmente grande de funções e responsabilidades nas mãos do custodiante e relegado um papel relativamente menos atuante ao administrador. Desta forma, consistente com o objetivo da CVM de se instituir **gatekeepers** fortes e independentes, a participante propõe manter uma flexibilidade quanto à definição do responsável pela validação dos direitos creditórios em relação aos critérios de elegibilidade.



Segundo o Vaz Barreto, muitas condições de cessão são de difícil verificação, como, por exemplo, a inexistência de ônus sobre os direitos creditórios, a qual demanda, em regra, a obtenção de certidão de cartório de registro de títulos e documentos. Tal processo é custoso e a exigência de que se faça tal validação “quando da cessão” pode dificultar a dinâmica de aquisição dos direitos creditórios.

Na prática, caso a proposta da Minuta seja acatada, o caminho natural será a exclusão de certas condições de cessão e transformá-las, por exemplo, em declaração do cedente no respectivo contrato de cessão. Assim, sugere que a verificação das condições de cessão possa ser realizada **a posteriori**, admitindo-se a verificação por amostragem, dentro dos mesmos parâmetros aceitos para a verificação do lastro dos direitos creditórios.

Não há, na atual redação da Instrução CVM nº 356, de 2001, definições para tais atributos, tanto que, conforme destacado no Edital de Audiência Pública nº 05/2012, há grande heterogeneidade no seu enquadramento hoje.

A Minuta propôs, por meio da redação de um novo §3º ao art. 24, uma forma de compartimentar e nortear o enquadramento de ambos os termos de forma que os atributos dos direitos creditórios que pudessem ser validados a partir das informações detidas ou disponíveis ao custodiante devessem, necessariamente, ser tratados como critérios de elegibilidade, e não como condições de cessão. A CVM concordou que a expressão “detidas ou disponíveis”, se interpretada literalmente, poderia ensejar dificuldades na sua aplicação.

Por esse motivo, a redação foi alterada de forma a prever que os atributos dos direitos creditórios devem ser enquadrados como critérios de elegibilidade quando validados a partir de informações: i) sob controle do custodiante; ii) sob controle de prestadores de serviços por ele contratados; ou iii) passíveis de obtenção a partir de esforços razoáveis. Foi ainda inserido o § 4º explicitando exemplo do que a CVM entende como informação passível de enquadramento no atual inciso III do § 3º.

Assim, se determinadas cláusulas podem ser validadas pelo custodiante, então elas devem sê-lo e serão enquadradas necessariamente como critérios de elegibilidade, ao passo que somente aquelas que tratem de aspectos de domínio de terceiros (por exemplo, cláusulas negociais entre o administrador e o cedente, inadimplência anterior do sacado junto ao originador etc.) poderiam ser enquadradas como condições de cessão e teriam terceiros



como, por exemplo, o administrador, o gestor, o consultor especializado ou o cedente como responsáveis pela sua validação.

Evidentemente que a interpretação e aplicação da norma pela CVM há de se pautar pelo princípio da razoabilidade, o qual norteará o enquadramento das cláusulas como critério de elegibilidade ou como condição de cessão. A alocação correta deve considerar aquilo que se pode esperar de um custodiante diligente, mas sem que se extrapole tal comando a ponto de sugerir que, em última instância, tudo estaria ao alcance do custodiante.

Com relação à lista de atributos que deveriam sempre ser enquadrados como critérios de elegibilidade, e não como condições de cessão, a CVM entende que não seria adequado tal detalhamento, ainda que a lista tivesse caráter exemplificativo. Tal matéria, assim como outros aspectos levantados no presente relatório, poderia ser mais bem detalhada e continuamente aperfeiçoada pela própria indústria por meio de suas entidades autorreguladoras ou ainda por meio de esclarecimentos da área técnica da CVM responsável pela supervisão dos FIDC.

No que tange à sugestão apresentada no sentido de permitir que o administrador do fundo, ao invés do custodiante, possa ser a instituição primariamente responsável pela validação dos direitos creditórios quanto a seus critérios de elegibilidade, a CVM destaca que cabe ao administrador, ressalvado o disposto no inciso II do art. 39, a análise e seleção dos direitos creditórios para a carteira do fundo. Dentro da estrutura proposta pela Minuta no sentido de estabelecer mecanismos independentes de **gatekeeping**, não seria adequado que o próprio administrador fizesse diretamente tal validação.

Quanto às obrigações de validação dos critérios de elegibilidade pelo custodiante dependerem das informações disponíveis nos seus respectivos sistemas de controle de custódia, a CVM entende que tal condicionante fragilizaria a governança desejável ao processo de validação. Sistemas eventualmente precários inibiriam a atuação esperada do custodiante e sancionariam o repasse de suas obrigações para entes eventualmente não regulados como o cedente e o consultor, que poderão fazer a validação das condições de cessão.

Quanto à preocupação manifestada pelo Vaz Barreto, cabe mencionar que está em linha com manifestações semelhantes acerca da aplicação da expressão “quando de sua cessão...”. Ver comentário ao item 3.4.2, cujas conclusões também serão adotadas no art. 24



para efeitos da validação das condições de cessão.

### **3.2.4 Art. 24 – Inclusão de nova informação no regulamento**

O BACEN manifestou que critérios usados para a escolha do consultor especializado devessem constar do regulamento do fundo, bem como a remuneração pelos serviços prestados.

O regulamento do fundo é um documento de certa forma estanque. Por necessitar de assembleia para ser alterado, o regulamento não é o veículo ideal para conter informações de caráter mais dinâmico, como as informações referentes à remuneração dos consultores e dos demais prestadores de serviços contratados.

No entanto, o prospecto, por força do item 1.3 do Anexo III-A da Instrução CVM nº 400, de 2003, já reúne informações a respeito da remuneração dos diversos prestadores de serviços envolvidos na securitização.

Quanto aos critérios usados para a contratação do consultor e dos demais prestadores de serviços do fundo, a CVM entende que tais informações são úteis e coerentes com o aumento desejado da transparência acerca da contratação e atuação dos prestadores de serviços que atuam nos FIDC e, nesse sentido, foram acrescentadas ao item 1.1 do Anexo III-A da Instrução CVM nº 400, de 2003.

### **3.3 Art. 34 – Obrigações da instituição administradora**

#### **3.3.1 Art. 34, inciso IX – Regras e procedimentos**

O BACEN entendeu como positiva a determinação para o administrador do FIDC estabelecer regras e procedimentos para verificar o cumprimento da validação das condições de cessão, sugerindo, entretanto, detalhar quais são as “regras e procedimentos” de que trata o art. 34, inciso IX – e também presentes no art. 38, §9º, e art. 39, §4º – especificando se são relativos à prestação de serviços do terceiro contratado.

A CVM entende que não seria adequada uma regra prescritiva e detalhada acerca de quais devem ser as regras e os procedimentos a serem adotados pelos **gatekeepers** contratantes e optou por exigir que haja regras a este respeito, as quais devem ser



implementadas e divulgadas, de forma a permitir que o investidor possa avaliar a consistência dos procedimentos e que a CVM possa supervisioná-los.

A CVM acredita que tais regras e procedimentos serão heterogêneos conforme a estrutura da operação e a característica dos direitos creditórios, seus originadores e outras particularidades, sem prejuízo de que um eventual detalhamento sobre a matéria venha a ser concebido pela própria indústria por meio de suas entidades autorreguladoras.

Apenas de forma a esclarecer a questão apontada pelo BACEN, cabe dizer que as regras e procedimentos de que tratam os arts. 34, inciso IX, 38, §9º, e 39, §4º, se referem àquelas adotadas pelo **gatekeeper** responsável (administrador nos casos dos arts. 34 e 39 e custodiante no caso do art. 38).

O Souza Cescon afirma que, ao impor ao administrador a obrigação de manter regras e procedimentos adequados que lhe permitam verificar o cumprimento, pelo responsável, da obrigação de validar os direitos de crédito em relação às condições da cessão, a CVM está, na prática, responsabilizando o administrador pela validação das condições da cessão, na medida em que um investidor lesado em virtude da indevida validação de determinado direito de crédito em relação às condições da cessão poderá alegar que o administrador não mantinha “regras e procedimentos adequados”.

O participante alega que a atribuição de tal responsabilidade ao administrador deve resultar em custos adicionais de estruturação e manutenção do FIDC e entende que seria mais adequado exigir que tais regras e procedimentos de verificação, pelo administrador, estejam expressamente estabelecidos no regulamento do Fundo.

Uma vez observadas tais regras e procedimentos, sugere o proponente, o administrador estaria livre de responsabilidade, cabendo ao investidor decidir, antes da tomada da decisão de investimento, se elas são suficientes ou não. Ao estruturar a norma dessa forma, a CVM daria aos estruturadores e ao mercado a flexibilidade de optar por mais ou menos verificação, com os custos daí decorrentes.

As regras e procedimentos adotados pelo administrador acerca do processo de validação dos direitos creditórios cedidos ao fundo quanto às suas condições de cessão devem, de fato, ser públicos, pois sua análise constitui importante instrumento de avaliação pelo investidor quanto à segurança e aos controles existentes.



Não obstante, de forma a harmonizar a divulgação de tais regras e procedimentos com as demais obrigações existentes nos arts. 38, §9º, e 39, §4º, a CVM optou por adotar, para tal divulgação, os veículos existentes naqueles dispositivos (prospecto, se houver, e página do administrador do fundo na rede mundial de computadores).

Quanto à responsabilidade do administrador, como está claro na redação, consiste na diligência em criar regras de verificação adequadas, divulgá-las e cumpri-las.

A Spalding relatou que, em função de um provável aumento de custos decorrentes de maiores exigências por serviços mais complexos e sofisticados por parte dos administradores e custodiantes, deve ocorrer a proliferação de **toothless watchdogs** com a entrada de administradores que cobriam menos, mas que não dispunham da devida qualificação e estrutura operacional para realizar as funções desejáveis de um **gatekeeper**.

De forma a inibir tal processo e ainda evitar a sobreposição de funções, a Spalding sugeriu que a verificação das condições de cessão de que trata o proposto inciso IX do artigo 34, quando e se existentes, poderia ser eficazmente atribuída ao custodiante (que atualmente já faz a verificação dos critérios de elegibilidade dos direitos creditórios e do lastro), ao invés de ser imputada ao diretor do administrador, que em regra está alheio a estas verificações.

A CVM entende que, na validação das condições de cessão, o administrador, e não o custodiante, deve figurar como instituição responsável por possuir regras e procedimentos a respeito, na medida em que tais condições, pela própria definição dada a elas, estarão mais afastadas do raio de ação e domínio da atuação do custodiante.

### **3.3.2 Art. 34 – Novas obrigações da instituição administradora**

O BACEN sugeriu que se deve estabelecer, dentre as obrigações do administrador do fundo: i) o fornecimento de informações relativas aos direitos creditórios adquiridos ao Sistema de Informações de Créditos do Banco Central (SCR), na forma da regulamentação específica; e ii) o registro dos demais ativos integrantes da carteira do fundo e das operações de cessão de direitos creditórios em sistemas de registro e de liquidação financeira de ativos autorizados pelo Banco Central do Brasil ou pela CVM.



A CVM entende que a primeira proposta de inserção de um comando aos administradores de FIDC para prestarem informações sobre os direitos creditórios adquiridos junto ao SCR é relevante e está em linha com as obrigações trazidas pela Instrução CVM nº 504, de 21 de setembro de 2011, e, nesse sentido, foi acatada.

Quanto à obrigação de registro dos ativos, o assunto foge do escopo da presente audiência pública e por isso não foi considerado nesta análise.

### **3.4 Art. 38 – Responsabilidade do custodiante**

#### **3.4.1 Art. 38, inciso I – Validação dos direitos creditórios quanto aos critérios de elegibilidade**

O BACEN entende que a expressão “quando de sua cessão” pode ter sentido ambíguo. Portanto, sugere a seguinte redação para o art. 38, inciso I:

*“I – ~~quando~~ até o momento da cessão dos direitos creditórios, validar os direitos creditórios em relação aos critérios de elegibilidade estabelecidos no regulamento;”*

Ver comentário ao item 3.4.2.

#### **3.4.2 Art. 38, inciso II – Recebimento e verificação da documentação que evidencia o lastro quando da cessão dos direitos creditórios**

ANBIMA, ANFIDC, BACEN, BB e S&P manifestaram preocupação com a redação do inciso II, no que tange à expressão “quando da cessão dos direitos creditórios ao fundo...”.

A ANBIMA, considerando que cada fundo tem suas particularidades, a depender da estrutura, entende que cabe ao administrador e ao custodiante definirem o prazo mais adequado e incluí-lo no regulamento do Fundo, já que em grande parte das estruturas de FIDC não é possível verificar o lastro dos direitos creditórios no momento da cessão. Portanto, sugere a seguinte redação para o art. 38, inciso II:

*“II – ~~quando da cessão dos direitos creditórios ao fundo~~, receber e verificar a documentação que evidencia o lastro dos direitos creditórios representados por*



operações financeiras, comerciais e de serviços, conforme o prazo definido no regulamento do Fundo. Tal prazo deverá ser compatível com a natureza e características dos direitos creditórios;

A ANFIDC, tendo em vista o horário restrito para realização de movimentações bancárias (até 15h30min) e o fato de que cerca de 60% das operações dos FIDC Multicedentes e Multissacados são realizadas no período da tarde, considera que a obrigatoriedade de recebimento e verificação da documentação comprobatória do lastro no momento da cessão poderá afetar a celeridade com que as transações são conduzidas, a qual é essencial para o sucesso de grande parte dos negócios realizados nesse segmento.

Alega ainda que, em razão da expressiva quantidade de direitos creditórios que compõem as carteiras dos FIDC Multicedentes e Multissacados, bem como da elevada frequência com que as cessões são realizadas, o processo de transporte e análise dos documentos que comprovam o lastro dos créditos pode ser complexo e relativamente demorado, ainda que a análise seja feita por amostragem.

Nos casos em que a verificação de lastro englobe a totalidade dos direitos creditórios, nos termos da alínea “a” do inciso II, conforme sugestão da ANFIDC, não haveria motivo para a realização de nova análise, trimestral ou em qualquer outra periodicidade, dos mesmos documentos pelo custodiante.

Portanto, sugeriu a seguinte redação para o art. 38, inciso II e a inclusão do parágrafo §11:

~~“II – quando da cessão dos direitos creditórios ao fundo, receber e verificar a documentação que evidencia o lastro dos direitos creditórios representados por operações financeiras, comerciais e de serviços;~~

a) de forma individualizada, no prazo estipulado no regulamento do fundo, que não poderá ser superior a 10 (dez) dias úteis após a cessão dos direitos creditórios ao fundo; ou

b) por amostragem, desde que tal faculdade esteja prevista no regulamento do fundo, em momento imediatamente subsequente à cessão dos direitos creditórios ao fundo;



(...)

§11 Fica dispensado da obrigação de verificação do lastro dos direitos creditórios, referida no inciso III, desde que tal dispensa esteja prevista no regulamento do fundo, o custodiante que receber e verificar a documentação que evidencia o lastro dos direitos creditórios de forma individualizada, nos termos da alínea “a” do inciso II.”

O BACEN concorda com a verificação dos lastros já no momento da cessão, mas entende que a expressão “quando da cessão dos direitos creditórios” pode levar a dúvidas: seria até a cessão ou logo após? Portanto, sugere a seguinte redação para o art. 38, inciso II:

*“II – ~~quando~~ até o momento da cessão dos direitos creditórios ao fundo, receber e verificar a documentação que evidencia o lastro dos direitos creditórios representados por operações financeiras, comerciais e de serviços;”*

O BB entende que, como o inciso III já aborda a verificação periódica de documentos que evidenciam o lastro independentemente da verificação de que trata o inciso II, a combinação dos dois comandos sobre pontos semelhantes pode trazer morosidade ao processo de verificação. Portanto, sugere a exclusão do inciso II.

A S&P entende que o mecanismo de verificação proposto no inciso II tenderia a diminuir a incidência de vendas de ativos inexistentes ou mal-formalizados para os FIDC. Contudo, em função do tempo de processamento e verificação antes da cessão, a agilidade na aprovação das cessões pode ser comprometida. E essa é uma das grandes vantagens competitivas para a classe dos FIDC multissetoriais, multicedentes e multissacados com lastro em recebíveis comerciais.

Por consequência, continuou a participante, caso esse procedimento operacional realmente comprometa a agilidade das operações, um processo de viés de seleção poderia ser originado, ou seja, os cedentes com melhores carteiras de direitos creditórios e melhor qualidade de crédito poderiam procurar outros instrumentos de captação, enquanto os cedentes com uma qualidade de crédito mais frágil, por causa de sua dependência financeira, continuariam a usar o produto.

Portanto, a S&P sugeriu que a CVM considerasse a utilização de opções alternativas para avaliar o risco mencionado acima, como, por exemplo, uma restrição em termos de



exposição financeira e temporal para a conclusão do processo de verificação (por exemplo, percentual do patrimônio líquido do FIDC ou uma parcela do nível de proteção creditícia disponível aos cotistas mais seniores) até que o processo de validação seja concluído, o que poderia ser limitado por um curto período de tempo (ex. 10 dias úteis). Dessa forma, as novas cessões apenas poderiam ser efetuadas caso os limites de exposição fossem respeitados.

A CVM, ao propor tal “janela temporal”, tanto no inciso I, que trata da validação dos direitos creditórios em relação aos critérios de elegibilidade estabelecidos no regulamento, quanto no inciso II, que aborda o recebimento e a verificação da documentação que evidencia o lastro dos direitos creditórios, teve a intenção de manifestar que tais obrigações se dariam “na largada”, e não a de delimitar o prazo ao mesmo dia (ou antes) da efetiva cessão do direito creditório ao fundo.

A sugestão de conceder até 10 dias úteis para a realização das obrigações presentes nos incisos I e II, dada pela ANFIDC e pela S&P para a verificação da documentação, delimitaria o horizonte temporal daquilo que se pretende como a janela representativa da entrada dos direitos creditórios no fundo, mas pode, em algumas estruturas, ser demasiado e desnecessário e, em outras, incompatível com as características dos direitos creditórios.

Por outro lado, a previsão de que tal prazo deva: i) constar do regulamento; e ii) ser compatível com a natureza e características dos direitos creditórios, tal como proposto pela ANBIMA para o inciso II; e iii) ser o mais próximo possível da data de ingresso do direito creditório no fundo garante a desejável transparência ao prazo a ser observado e concilia os prazos para validação e verificação, que podem ser distintos, com as características dos direitos creditórios da carteira do fundo e com a celeridade esperada para sua execução.

Nesse sentido, a CVM alterou a redação do dispositivo.

A proposta apresentada pelo BB de excluir o comando referente à verificação da documentação “na largada”, tendo-se em consideração a verificação periódica de documentos exigida pelo inciso III, não foi acatada.

Como mencionado no Edital de Audiência Pública, a CVM entende que a nova abordagem da verificação da documentação do lastro, tanto no momento do ingresso do direito creditório quanto no decorrer do funcionamento do fundo, permitirá, por um lado, inibir o ingresso ou viabilizar a imediata substituição de direitos creditórios sem a respectiva



documentação comprobatória e, por outro, garantir que, em fundos com carteira de direitos creditórios com prazo médio reduzido, haja maior controle sobre a efetiva propriedade dos ativos detidos pelo fundo.

Cabe ressaltar ainda a proposta da ANFIDC no sentido de prever que a verificação “individualizada” da documentação referente à totalidade dos direitos creditórios dispensaria a exigência de verificação ao longo do funcionamento do FIDC, de que trata o art. 38, inciso III.

A CVM concorda parcialmente com a proposta da ANFIDC a esse respeito e acatou sua sugestão no sentido de eximir da obrigação de que trata o atual art. 38, § 13, inciso I, aqueles custodiantes que procedam a verificação individualizada e integral de todos os direitos creditórios quando do seu ingresso no fundo.

### **3.4.3 Art. 38, inciso III – Verificação da documentação que evidencia o lastro dos direitos creditórios durante o funcionamento do fundo**

A ANBIMA afirmou ter verificado que a validação dos documentos que evidenciam o lastro com base no prazo médio da carteira não traz à estrutura e, conseqüentemente, ao investidor, a segurança desejada, além de ser inviável operacionalmente para os FIDC, com prazo médio curtíssimo.

A adoção do prazo médio, alega, não impediria que vários ciclos de cessão de direitos creditórios ocorressem para os títulos mais curtos da carteira<sup>1</sup> que tivesse títulos de prazos díspares. Tal problema seria superado exigindo-se a verificação trimestral, mas determinando que, no universo a ser verificado, constem os direitos creditórios integrantes da carteira e também aqueles movimentados (vencidos, substituídos, pagos, pré-pagos e pagos no cedente) no trimestre anterior.

Ademais, ressaltou que, pela visão do investidor, é mais plausível o recebimento de relatórios trimestrais consolidados, demonstrando a verificação do lastro com a amostra, abrangendo o universo geral dos direitos creditórios que passaram pela carteira do FIDC, do

---

<sup>1</sup> A ANBIMA cita um hipotético fundo com 50% da sua carteira constituído por direitos creditórios com prazo de vencimento de 90 dias e outros 50% por direitos creditórios com prazo de 10 (dez) dias, em que seria exigida uma verificação a cada 50 (cinquenta) dias, a qual não contemplaria vários ciclos de cessão dos títulos mais curtos.



que o recebimento de relatórios trimestrais que contenham dados de períodos calculados a partir do prazo médio, fracionando os resultados da verificação e dificultando sua análise. Portanto, sugeriu a seguinte redação para o art. 38, inciso III:

“III – durante o funcionamento do fundo, em periodicidade inferior ao prazo médio dos direitos creditórios da carteira ou trimestral(mente), dos dois o menor, verificar a documentação que evidencia o lastro dos direitos creditórios representados por operações financeiras, comerciais e de serviços, sendo que os direitos creditórios a serem verificados serão os integrantes da carteira, bem como as movimentações realizadas no trimestre anterior ao da verificação, acrescido das aquisições de direitos creditórios realizadas no trimestre em análise. Caso seja usada a prerrogativa prevista neste artigo para realização de verificação de lastro por amostragem, esta amostra deverá ser obtida a partir do conjunto de direitos creditórios oriundos do procedimento acima descrito;”

A ANFIDC, em linha similar, manifestou que na hipótese da verificação por amostragem dos documentos comprobatórios<sup>2</sup>, a análise periódica subsequente à cessão dos direitos creditórios referentes aos FIDC Multicedentes e Multissacados deveria ser feita no mínimo trimestralmente.

A entidade alega que, como o prazo médio das carteiras dos FIDC Multicedentes e Multissacados é, em regra, bastante reduzido – aproximadamente 45 (quarenta e cinco) dias – tendo em vista a expressiva quantidade de direitos creditórios negociados, a verificação do lastro em periodicidade equivalente ao prazo médio da carteira geraria custos significativos aos FIDC, afetando a rentabilidade dos cotistas, sem trazer, em princípio, benefícios efetivos que justifiquem esses custos adicionais.

Sugeriu, consoante sugerido pela ANBIMA, que a verificação trimestral inclua os direitos creditórios que eventualmente já tenham sido pagos no período, o que permitiria a melhor avaliação do risco de fato envolvido na carteira. Portanto, sugere a seguinte redação para o art. 38, inciso III:

---

<sup>2</sup> A participante sugeriu que nos casos de verificação integral da documentação na entrada se eximisse a necessidade de verificação periódica – ver item anterior.



*“III – durante o funcionamento do fundo, ~~em periodicidade inferior ao prazo médio dos direitos creditórios da carteira ou trimestralmente, dos dois o menor~~, verificar trimestralmente a documentação que evidencia o lastro dos direitos creditórios adquiridos no período, representados por operações financeiras, comerciais e de serviços, incluindo aqueles que eventualmente já tenham sido pagos;*

A Uqbar concorda que o custodiante deva verificar e validar o lastro quando da cessão do direito creditório ao fundo e, também, em prazo trimestral, mas não necessariamente em prazo menor que trimestral.

O Souza Cescon, em linha com o comentário da ANFIDC no item anterior, alegou que a verificação periódica do lastro se faz desnecessária nos fundos em que o lastro da totalidade dos créditos é verificado.

O Vaz Barreto alega que os custos advindos da dupla verificação do lastro de que tratam os incisos II e III onerariam a rentabilidade do fundo em detrimento dos cotistas, que são qualificados. O participante sugere que a verificação periódica seja feita tão somente de forma trimestral, qualquer que seja o prazo médio da carteira do fundo.

A premissa que norteou o estabelecimento da regra proposta de aliar a verificação da documentação sobre o fluxo “na entrada” (de que trata o inciso II) com uma verificação contínua do estoque vinculada ao prazo médio da carteira (inciso III) foi justamente a de prover o fundo de mecanismos de **due diligence** que permitissem o não ingresso ou a imediata substituição de créditos sem a documentação regular pertinente e a monitoração dos créditos em carteira de tal forma que fosse possível a identificação de eventuais problemas em prazos compatíveis com o prazo dos direitos creditórios existentes na carteira do fundo.

A CVM percebeu que a verificação feita trimestralmente suplantava, em muitos dos casos, o prazo médio de giro da carteira dos fundos, de tal forma que dificultava a identificação tempestiva de ocorrências de casos de fraude, dupla cessão, entre outros.

ANBIMA e ANFIDC manifestaram-se contra a utilização do prazo médio da carteira como parâmetro para a realização da verificação continuada de que trata o inciso III, na medida em que: i) tal verificação pode se mostrar excessivamente onerosa; e ii) tal periodicidade não cumpre o objetivo de alcançar os títulos de prazo mais curto em carteiras de prazos muito díspares, conforme manifestação da ANBIMA.



A CVM entende pertinente a proposta no sentido de prever que a verificação de que trata o inciso III seja realizada em prazo unicamente trimestral - isto é, afastando-se a hipótese de verificação em prazo inferior, consoante o prazo médio da carteira do FIDC – determinando, por consequência, que o universo a ser analisado contemple também as movimentações realizadas no trimestre anterior (especificamente créditos inadimplidos e substituídos).

Nesse caso, a CVM entende que a verificação da documentação deva ser feita de forma integral, não podendo ser adotada a amostragem ou tampouco dispensada a verificação, nos termos previstos nos §§ 1º e 3º do art. 38.

A Spalding entende que a regra prevista pela CVM para a realização desta verificação poderia ser aprimorada com o intuito de evitar custos adicionais em produtos voltados a um grupo específico ou investidor capaz de valorar os riscos, bem como nos casos em que o prazo médio da carteira seja significativamente baixo, de modo que a verificação se daria em periodicidade tão curta que a análise no momento da cessão já seria suficiente.

Nesse sentido, propôs algumas exceções à regra geral de verificação periódica da documentação pelo custodiante, a saber: i) nos casos em que o FIDC seja destinado exclusivamente a investidores superqualificados; ii) nos casos em que o FIDC seja destinado a um único cotista, ou grupo de cotistas vinculados por interesse único e indissociável; ou iii) nos casos em que o FIDC tenha como prazo médio de vencimento dos títulos integrantes de sua carteira período igual ou inferior a 90 (noventa) dias.

Cumulativamente, também propõe que tais cotistas atestem possuir pleno conhecimento dos riscos envolvidos na operação e da desnecessidade de verificação periódica pelo custodiante.

Em reunião realizada em 21 de fevereiro de 2006, o Colegiado entendeu não haver nem necessidade nem possibilidade de registro na CVM de fundos de investimento em geral cujas cotas destinem-se à colocação privada. Na mesma decisão, o Colegiado diz que se, em busca da segurança jurídica decorrente da existência de regulamentação, ou por qualquer outra razão lícita, os administradores registrarem seus fundos junto à CVM, tais fundos devem se sujeitar a todos os ônus inerentes a fundos registrados.



A verificação periódica a que o participante se refere cumpre papel fundamental na segurança e governança dos FIDC e representa importante mecanismo de detecção e inibição de fraudes, inclusive nos fundos voltados a investidores de grande porte ou exclusivos, os quais incluem entidades fechadas de previdência complementar e regimes próprios de previdência social – RPPS.

As eventuais consequências para a credibilidade do produto decorrentes de fragilidades observadas na governança de fundos, ainda que exclusivos ou voltados para investidores superqualificados, transcendem os investidores diretamente atingidos e podem ser danosos à indústria.

Pelas razões expostas, a sugestão não foi aceita.

O BACEN sugeriu que seja detalhada a forma de apuração do prazo médio dos contratos, especificando se serão apurados na data da concessão do crédito até a data-base, ou se serão apurados a partir da data de cessão ou, até mesmo, da data-base até o vencimento dos créditos.

O comentário do participante perdeu o objeto.

#### **3.4.4 Art. 38, inciso VII, alíneas “a” e “b” – Cobrança e recebimento de pagamentos via conta de titularidade do fundo ou escrow account**

A ANBIMA comentou que o disposto no art. 39, inciso IV possibilita que a cobrança dos créditos inadimplidos seja realizada pelo agente de cobrança, podendo o pagamento, segundo o participante, ocorrer diretamente ou em ação judicial.

Ademais, busca esclarecer, no item b, que a conta especial pode ser aberta diretamente no custodiante, permitindo que este tenha efetivo controle da movimentação financeira do fundo. Logo, sugere a seguinte redação para o art. 38, inciso VII, alíneas “a” e “b”:

*“VII – cobrar e receber, em nome do fundo, pagamentos, resgate de títulos ou qualquer outra renda relativa aos títulos custodiados, depositando os valores recebidos, salvo os recebimentos ordinários de valores oriundos da realização de cobrança de créditos inadimplidos, diretamente em:*

*a) conta de titularidade do fundo; ou*



*b) conta especial, instituída pelas partes junto ao custodiante ou a uma terceira entidade, sob contrato, destinada a acolher depósitos a serem feitos pelo devedor e ali mantidos em custódia, para liberação após o cumprimento de requisitos especificados (escrow account).*”

A ANFIDC, alegando que a liquidação de determinados títulos se dá, necessariamente, por meio de entidades ou câmaras de liquidação, como a CETIP, recomenda que essa hipótese seja contemplada como exceção à regra constante no art. 38, VII.

Ademais, em linha com a manifestação da ANBIMA, alega que se deve esclarecer que, na hipótese de contratação de agente para cobrança dos direitos creditórios inadimplidos, os recursos obtidos com os esforços de cobrança, que podem inclusive envolver a propositura de ações e a realização de depósitos judiciais, podem não ser entregues diretamente pelos respectivos devedores aos FIDC.

Portanto, sugere a seguinte redação para o art. 38, inciso VII, alíneas “a” e “b”:

*“VII – cobrar e receber, em nome do fundo, pagamentos, resgate de títulos ou qualquer outra renda relativa aos títulos custodiados, depositando os valores recebidos, com exceção dos valores recebidos por meio de entidades reguladas que prestam serviços de liquidação de ativos ou referentes à cobrança de direitos creditórios inadimplidos, diretamente em:*

*a) conta de titularidade do fundo; ou*

*b) conta especial instituída pelas partes junto a uma terceira entidade, sob contrato, destinada a acolher depósitos a serem feitos pelo devedor e ali mantidos em custódia, para liberação após o cumprimento de requisitos especificados (**escrow account**).*”

A CVM entende desnecessárias as exceções pleiteadas para os casos de créditos inadimplidos (com ou sem a interposição de ações judiciais) e para os depósitos feitos por meio de entidades reguladas que prestam serviços de registro de ativos, como a CETIP.

O principal objetivo da CVM com a regra prevista nas alíneas “a” e “b” foi mitigar o risco de não segregação dos fluxos financeiros relativos aos direitos creditórios cedidos ao



fundo, possibilitando o controle de tais fluxos pelo custodiante. Buscou-se com isso inibir o risco de fungibilidade associado a uma eventual “contaminação” dos recursos a serem carreados ao fundo: i) caso fossem “misturados” a recursos com outras destinações; ou ii) em função de indevida apropriação facilitada pela circulação desses recursos pela conta do cedente sem um devido controle pelo **gatekeeper** responsável.

Dessa maneira, a interpretação que se deve dar ao disposto nas alíneas “a” e “b” do inciso VII deve ter como norte o afastamento de estruturas que possibilitem a “contaminação”, como citado, dos recursos destinados ao fundo e que permitam a segregação devida, seja pelo depósito direto em conta de titularidade do fundo, ou via **escrow**.

Os créditos inadimplidos arrecadados em função da atuação do agente de cobrança, sem a interposição de ação judicial, não necessitam ser depositados primeiramente na conta de tais agentes para posteriormente serem repassados para o fundo.

A utilização de uma conta **escrow** pelo agente de cobrança ou a utilização de mecanismos contratuais permitiria o efetivo controle e segregação da arrecadação resultante de seu esforço de cobrança, de forma a permitir a percepção de uma taxa de sucesso, na medida em que não se misturariam, num primeiro momento, tais recursos com os demais créditos ordinariamente arrecadados pelo fundo.

No que se refere aos depósitos decorrentes de ações judiciais de cobrança, sublinha-se que antes da sentença, o juiz pode determinar que o devedor deposite em juízo a quantia demandada em conta criada especificamente no âmbito do processo.

O credor, antes da sentença, não recebe o valor do crédito inadimplido depositado em juízo, permanecendo a quantia no patrimônio do devedor. O valor depositado em juízo só será recebido pelo credor depois do julgamento do mérito da ação em seu favor, quando este irá designar de que forma irá receber o valor devido. A transferência dos recursos, portanto, ocorre diretamente do patrimônio do devedor – o valor depositado em juízo - para o do credor – na conta que este designar.

A CVM entende que tal mecanismo não acresce risco de fungibilidade aos recursos e é intrínseco ao curso dos depósitos de ações judiciais. Evidentemente que os recursos serão depositados nas contas designadas pelo juízo.



Quanto aos recursos decorrentes da liquidação de operações em entidades como a CETIP, ressalta-se que os FIDC podem abrir contas individualizadas na CETIP e operar diretamente no ambiente de negociação e registro da entidade ou podem atuar como clientes de uma instituição financeira participante. No primeiro caso, a liquidação financeira das operações do fundo se dará por meio de um banco liquidante indicado pelo fundo, enquanto no segundo a liquidação se dará por meio do banco liquidante da instituição financeira da qual o fundo é cliente.

A liquidação das operações se dá entre os bancos liquidantes da parte credora e da parte devedora por meio de suas respectivas contas reservas bancárias no Sistema de Transferência de Reservas, junto ao BACEN. Posteriormente, cada banco liquidante, a partir das mensagens geradas pela CETIP com o controle dos créditos e débitos correspondentes a cada conta individual em função das operações realizadas pelos participantes, creditará ou debitará, mas já fora do âmbito da CETIP, os recursos correspondentes aos titulares das contas individuais, dentre eles os FIDC.

Nos casos em que a atuação dos fundos se dê como cliente de uma instituição financeira participante, esta, após o recebimento dos recursos do banco liquidante, ainda deverá segregar os recursos que caberiam a cada um de seus clientes, dentre os quais o fundo.

A CVM entende, em linha com a interpretação conceitual dada ao dispositivo, que a mera interveniência do banco liquidante – que via de regra é a mesma instituição custodiante do FIDC – não implica acréscimo de risco de fungibilidade dos recursos e não infringe a essência do disposto nas alíneas “a” e “b”, em paralelo com o que já ocorre com o banco arrecadador, e consoante interpretação dada às outras exceções pleiteadas. Assim, o trânsito de recursos pelo banco liquidante consiste tão somente em um elemento da estrutura operacional de liquidação da CETIP.

O Negrão Ferrari afirmou que, tendo em vista a pretensão de se restringir que os recursos recebidos em nome do fundo sejam depositados diretamente em contas de titularidade do fundo ou em **escrow accounts**, seria importante prever a possibilidade de que tais recursos possam transitar em contas de terceiros antes de serem depositados nas referidas contas, notadamente em razão da possibilidade de cessão parcial (fracionária) de crédito e a impossibilidade da divisão da respectiva cobrança.



O Vaz Barreto entende como saudável, para fins de mitigação do risco de fungibilidade, a adoção da “**escrow account**”, mas, em linha com o comentário do Negrão Ferrari, manifesta dúvidas sobre a titularidade dessas contas e o seu funcionamento nos casos em que os FIDC adquirem percentuais de contratos ou de suas parcelas, onde parte dos recursos deve ser restituída ao cedente.

Nesses casos, os devedores, em regra, não concordam ou sequer têm condições de segregar as parcelas que pertencem ao fundo ou ao cedente e efetuam o pagamento da parcela de forma integral. Caso o pagamento seja efetuado ao fundo, importante esclarecer que parte dos recursos poderão não ser de sua titularidade, bem como é necessário explicitar tal fato nos demonstrativos contábeis do fundo, em caso de existência de recursos ainda não conciliados.

O participante, em linha com a sugestão da ANBIMA, sugere explicitar a possibilidade de a **escrow account** ser mantida na instituição custodiante do fundo, o que facilitaria os controles e inclusive tenderia a reduzir custos.

A Spalding alegou que uma melhor definição de **escrow account** se faz necessária, afim de que fique claro que a abertura destas contas se dá justamente nos casos em que não é possível indicar ao devedor uma conta em nome do FIDC. É comum, por exemplo, que todos os direitos creditórios oriundos de um mesmo contrato ou da relação com um mesmo originador tenham de ser pagos em uma mesma conta.

Tal conta seria a **escrow account**, cabendo à instituição financeira segregar quais recursos são do FIDC, em virtude da cessão de direitos creditórios, e quais são de terceiros, muitas vezes o próprio originador, se a cessão de créditos do contrato de origem for parcial ou se são mantidas outras relações com o devedor que não aquela que gerou os créditos cedidos ao FIDC.

Nestes casos, a **escrow account** não eliminaria por completo o risco de fungibilidade, mas deixaria a cargo de uma instituição financeira independente a separação dos recursos que são de direito do FIDC daqueles que são de terceiros, fazendo as devidas liberações em linha com o contratado. Portanto, sugeriu a seguinte redação para o art. 38, inciso VII, alínea “b”:

“b) conta especial, aberta em nome do fundo, do custodiante, do originador ou agente de cobrança, assim como de qualquer terceiro que seja parte na operação, conforme o caso, junto a uma terceira instituição financeira, sob contrato, destinada a acolher



depósitos a serem feitos à qualquer título pelos devedores do fundo, e nela mantidos em custódia pela instituição financeira, somente liberados se as condições e procedimentos constantes do contrato forem preenchidos. Nas condições descritas no contrato devem, obrigatoriamente, estar as regras de destinação e recebimento de recursos, previstas no regulamento do fundo, cujo conteúdo deve ser conhecido e respeitado pela instituição financeira contratada, de forma a assegurar a idônea destinação dos recursos recebidos que sejam decorrentes da liquidação de direitos creditórios de titularidade do fundo, adotando mecanismos de eliminação ou redução do risco de fungibilidade entre recursos do fundo e de terceiros (escrow account).”

O comentário da Spalding relata uma situação em que se utiliza a conta **escrow** de forma a se permitir que recursos para lá carreados com diferentes destinações – como nos casos de cessão parcial, em que parte dos recursos deve ser destinado ao FIDC e parte para terceiros– sejam adequadamente distribuídos, a partir de um controle estrito a ser exercido.

Nesse sentido, a excepcionalidade sugerida pelo Negrão Ferrari não foi acatada e pode ser superada justamente pela utilização da **escrow account**.

Como destacado no Edital de Audiência Pública, a reforma que se propôs do inciso busca garantir que apenas o custodiante tenha controle sobre o fluxo financeiro do fundo.

Explicação tal como a proposta no segundo período da alínea “b” sugerida pela Spalding é desnecessária uma vez que, ao se referir a “contrato” e a “cumprimento de requisitos especificados”, a redação da Minuta expressa a necessidade de a instituição financeira respeitar os requisitos especificados no contrato para a liberação dos recursos recebidos.

O BACEN sugeriu, caso não implique em elevado custo adicional para o fundo, que se avaliasse se não seria recomendável que a conta corrente do FIDC fosse mantida em bancos que não sejam o banco originador ou cedente ou em bancos que não façam parte do mesmo conglomerado financeiro dos mesmos.

A proposta não foi acatada, pois não foi submetida à audiência pública. Outrossim, quando o banco arrecadador, em que estejam as contas do fundo, for o custodiante, a sugestão do BACEN já está contemplada pela vedação do §2º do art. 39, que impede que o custodiante (dentre outros) ceda e origine direitos creditórios ao fundo (tal dispositivo só



vedava, na Minuta, a cessão, mas o propósito sempre foi o de vedar também o conflito com o originador – ver comentário ao item 3.5.4).

### **3.4.5 Art. 38, §1º – Verificação do lastro por amostragem**

O BACEN comenta que há previsão de situações nas quais a verificação do lastro pode ser feita por amostragem ou pode até não ser feita e sugere que a instrução deveria ser mais explícita na definição de critérios estatísticos para seleção de amostra, seguindo normas e princípios de auditoria, especialmente nos casos em que os ativos subjacentes sejam heterogêneos.

A CVM entende que uma explicitação na norma dos parâmetros aceitáveis que pudessem ser considerados como “significativa quantidade de créditos cedidos” e “expressiva diversificação de devedores”, os quais ensejam a adoção da verificação por amostra, assim como aquilo que poderia ser enquadrado como “reduzido valor médio dos direitos creditórios” para fins de justificar a não realização de verificação, engessaria a atividade e dificilmente contemplaria as peculiaridades e heterogeneidade dos FIDC adequadamente. O mesmo pode ser dito para a metodologia de seleção da amostra em si.

Desse modo, a sugestão não foi acatada.

### **3.4.6 Art. 38, §5º – Registro automático**

A ANBIMA alegou que nas estruturas de FIDC referidas no §3º do art. 38 da Instrução CVM nº 356, de 2001 – em que o reduzido valor médio dos direitos creditórios enseja a não verificação da documentação do lastro (nem mesmo) por amostragem – não é possível a verificação dos documentos que evidenciam o lastro no momento da cessão.

Não obstante, de acordo com o novo universo proposto no art. 38, inciso III, a ANBIMA afirma que a verificação trimestral prevista no referido inciso colabora com a mitigação de riscos pretendida, evitando um volume excessivo de registros a serem analisados conforme os prazos previstos nos arts. 8º e 10 da Instrução CVM nº 400. Portanto, sugeriu a alteração do art. 38, §5º da Instrução CVM nº 356, de 2001:

*“§5º Nos fundos em que o custodiante se utilizar da faculdade prevista no §3º, relativo ao inciso III do caput, não será concedido o registro automático de que trata*



*o §1º do art. 8º, devendo-se observar os prazos de análise previstos nos arts. 8º e 10 da Instrução CVM nº 400/03.”*

A regra geral prevista pelo art. 38, tanto na Instrução em vigor quanto na Minuta, é a de que o lastro dos direitos creditórios deve ser verificado pelo custodiante. Caso a quantidade seja significativa e haja expressiva diversificação de devedores, segundo o §1º do art. 38, a verificação pode ser por amostragem. Caso, além de quantidade e diversificação de devedores significativas, o valor médio dos direitos creditórios seja reduzido, o regulamento do fundo pode eximir, com base no §3º do art. 38, o custodiante da responsabilidade de verificar o lastro dos direitos creditórios. Essa isenção de responsabilidade, todavia, cria o ônus de não concessão do registro automático de que trata o art. 8º, §1º.

A Minuta, ao subdividir a verificação do lastro em dois momentos, apenas buscou garantir maior segurança ao cotista acerca da efetiva propriedade dos ativos detidos pelo fundo. Se a verificação não for realizada em um dos dois momentos, haverá menor segurança a respeito da existência efetiva do lastro dos direitos creditórios.

A menor segurança representada pela isenção da responsabilidade do custodiante justifica prazo de registro menos célere do fundo pela CVM, que deverá analisar com maior atenção a estrutura do FIDC. É essa a racional que justifica a redação do §5º do art. 38 atualmente em vigor e, por falta de argumento suficiente em contrário, acredita-se que continua a legitimar o mesmo parágrafo na nova redação do art. 38.

Dessa forma, a proposta da participante não foi acatada.

### **3.4.7 Art. 38, §6º – Contratação de terceiros pelo custodiante**

A ANFIDC alega que, estabelecidos os critérios para que os custodiantes possam verificar o devido cumprimento, pelos prestadores de serviços contratados, de suas obrigações, não deveria haver óbice à possibilidade de contratação de outras instituições financeiras para realizar a liquidação física e financeira, bem como a cobrança e recebimento dos direitos creditórios cedidos ao FIDC.

Em seu entendimento, esta já é uma prática recorrente e não gera riscos adicionais. Portanto, sugere a seguinte redação para o art. 38, §6º e a inclusão de um novo §7º:



“§6º Os custodiantes somente poderão contratar prestadores de serviço para as seguintes atividades, sem prejuízo de sua responsabilidade:

I – verificação de lastros dos direitos creditórios, referidas nos incisos II e III;

II – realização da liquidação física e financeira dos direitos creditórios, mencionada no inciso IV;

III – guarda da documentação de que tratam os incisos V e VI; e

IV – cobrança e recebimento, em nome do fundo, de que trata o inciso VII.

§7º Observado o disposto nos parágrafos a seguir, os prestadores de serviço contratados nos termos dos incisos II e IV do §6º deverão ser instituições financeiras.”

Ver comentário ao item 3.4.4.

Já a inclusão da liquidação física e financeira no rol do §6º não foi acatada. A liquidação foi considerada uma atividade típica a ser exercida pelo próprio custodiante no controle dos ativos e passivos do fundo.

A Spalding entende que deve ficar claro que é o FIDC o contratante de tais serviços, dado que é ele o beneficiário final. Assim, afirma que a norma deveria prever expressamente que, quando e se contratados junto a terceiros que não o custodiante, tais serviços devem ser contratados diretamente pelo FIDC, por meio de seu administrador, mas com a interveniência e sob total responsabilidade do custodiante.

A responsabilidade pelas atividades descritas nos incisos do art. 38 é do custodiante. Caso não possa ou não tenha interesse em exercê-las, poderá, para as atividades relacionadas no §6º, contratar terceiro que não esteja impedido pela própria regulamentação de realizá-las. O pagamento aos terceiros contratados para exercer atividades previstas pelo art. 38 não pode ser encargo do fundo, porque esses serviços não estão previstos pelo art. 56 e fazem parte das obrigações do custodiante. O fundo não pode pagar duas vezes pelo mesmo serviço.



O custodiante, portanto, está obrigado, perante o fundo, a exercer todas as atividades previstas no art. 38 e, ao aceitar essa obrigação, deve contratar remuneração que considere suficiente. Dessa forma, o custodiante não só é o responsável pela correta execução das atividades do art. 38, como também pela sua contratação e pagamento.

Alterar a regra seria mudar completamente a divisão de encargos e responsabilidades dos prestadores de serviço dos FIDC, sem gerar qualquer benefício.

Ademais, retirar o advérbio “somente” da redação do § 6º do art. 38 descaracterizaria a sua própria razão de ser, que é a de impedir que as atividades previstas nos incisos que não aqueles expressamente indicados no parágrafo sejam terceirizadas pelo custodiante.

Dessa forma, a proposta da participante não foi acatada.

#### **3.4.8 Art. 38, §7º – Prestadores de serviços que não podem ser contratados**

O BACEN manifestou plena concordância com a impossibilidade de se eleger o próprio originador, cedente, consultor especializado e gestor (ou partes a ele relacionadas) como fiel depositário dos contratos, ainda que tal medida possa representar maiores custos operacionais.

O BB concorda que a guarda física dos recebíveis não deverá ser executada pelas pessoas relacionadas no §7º. Todavia, entende que este procedimento poderá elevar o custo do serviço de custódia, bem como dificultar o processo, em virtude da necessidade de efetuar o transporte, além da guarda dos documentos físicos, mesmo com a possibilidade de terceirização do serviço.

O Vaz Barreto defende a eliminação da vedação a que o originador, cedente, consultor especializado e gestor, assim como as partes a eles relacionadas, possam realizar a guarda da documentação dos direitos creditórios cedidos ao fundo, na medida em que:

i) o §9º do art. 38 já impõe obrigações de **due diligence** ao custodiante sobre essa atividade;

ii) as responsabilidades de um depositário são estabelecidas no art. 627 e seguintes do Código Civil;



iii) o volume de documentação a ser transportado pode ser elevado; e

iv) grande parte dessa documentação original deve, seja para fins de cumprimento de legislação fiscal, seja para que possa exercer seus direitos e cumprir suas obrigações contratuais, permanecer em posse do originador ou do cedente.

A C&D sugeriu que se permita a contratação do consultor, pelo custodiante, para a prestação dos serviços de guarda da documentação referente aos direitos creditórios cedidos ao FIDC, na condição de fiel depositário, desde que: i) o mesmo possua comprovada experiência na execução do serviço de guarda de documentos, e ii) o custodiante possua total acesso e controle sobre a guarda de tais documentos.

Ademais, a C&D propõe que o contrato de prestação de serviços a ser celebrado entre o consultor e o custodiante estabeleça que toda e qualquer alteração no procedimento de depósito e guarda dos documentos comprobatórios dependerá de prévia e expressa anuência do custodiante de forma que qualquer alteração que possa afetar o FIDC terá que ser previamente analisada e aprovada pelos seus quotistas, inclusive mediante a realização da competente assembleia geral de quotistas e alteração de seu regulamento.

A Spalding, em linha similar, alegou que, em um número significativo de casos, o consultor especializado é o profissional com maior profundidade de conhecimento, seja sobre o mercado nos quais os créditos adquiridos pelos FIDC são originados, seja sobre as características dos títulos e documentos que os refletem. Desse modo, a contratação deste prestador de serviços pelo FIDC – com a interveniência e responsabilidade do custodiante – para a checagem do lastro faz todo sentido e deveria continuar sendo permitida.

Mesmo com o novo papel mais reduzido que terá, o consultor participará, assessorando o administrador ou o gestor, da análise e seleção dos créditos. A permissão do consultor em atuar na guarda física e na verificação da documentação enfraqueceria a estrutura de controles e a segurança almejadas pela Minuta. Além disso, esta permissão iria no sentido oposto à mitigação de estruturas que propiciam a ocorrência de conflito de interesses, causados pela concentração indevida de funções por um mesmo participante ou por partes a ele relacionadas.



Quanto ao comentário do Vaz Barreto, a CVM entende que as possibilidades de guarda da documentação listadas no atual §11 desobrigam a efetiva transferência física da documentação original para os custodiantes ou prestadores de serviço por ele subcontratados, uma vez que se pode utilizar meio digital.

A CVM entende que há potencial conflito de interesses entre o controle e guarda da documentação comprobatória dos direitos creditórios e a sua originação e cessão, entendendo ser pertinente a associação de obrigações pelo **gatekeeper** responsável (custodiante) com as vedações presentes nos §§7º e 8º.

### **3.4.9 Art. 38, §9º – Regras e procedimentos a serem adotados pelo custodiante em caso de subcontratação**

O Souza Cescon sugere que a estrutura do parágrafo seja alterada, para facilitar o seu entendimento, mediante a segregação do seu conteúdo em dois parágrafos:

*“§9º Nos casos de contratação prevista no §6º, o custodiante do fundo deve possuir regras e procedimentos adequados, por escrito e passíveis de verificação, para permitir:*

*I – o efetivo controle do custodiante sobre a movimentação da documentação relativa aos direitos creditórios e demais ativos integrantes da carteira do fundo sob guarda do prestador de serviço contratado; e*

*II – a verificação, pelo custodiante, do cumprimento, pelo prestador de serviço contratado, do disposto:*

*a) nos incisos II e III do caput, no que se refere à verificação de lastro dos direitos creditórios; e*

*b) nos incisos V e VI do caput, no que se refere à guarda da documentação.*

*§10 As regras e procedimentos previstos no §9º deste artigo devem:*

*I – constar do prospecto da oferta do fundo, se houver;*



*II – constar do contrato de prestação de serviços; e*

*III – ser disponibilizados e mantidos atualizados na página do administrador do fundo na rede mundial de computadores, junto com as demais informações de que trata o art. 53-A.”*

A redação sugerida, ao separar o conteúdo do §9º em dois §§ distintos, tornou mais claros os comandos insculpidos no dispositivo e, portanto, foi acatada e está refletida na Minuta.

A ANBIMA entende que, para os fundos enquadrados nos incisos I e II do art. 23-A da Instrução CVM nº 356, de 2001<sup>3</sup>, não é necessária a disponibilização das regras e procedimentos na rede mundial de computadores, tendo em vista as características diferenciadas destes fundos, ressaltando que a comunicação é feita diretamente com o cotista.

Adicionalmente, a ANBIMA recomenda a remoção da expressão “demais ativos” do inciso IV, por entender que a guarda dos documentos de que tratam os §§6º e 7º do art. 38 refere-se somente aos direitos creditórios. Portanto, sugere a seguinte redação para o art. 38, §9º, incisos III e IV:

*“III – ser disponibilizados e mantidos atualizados na página do administrador do fundo na rede mundial de computadores, junto com as demais informações de que trata o art. 53-A, salvo para os fundos referidos nos incisos I e II do art. 23-A;”*

---

<sup>3</sup> “Art. 23-A. Será dispensada a classificação das classes ou séries de cotas por agência classificadora de risco em funcionamento no País nas ofertas públicas de distribuição de cotas em que:

I – as cotas, ou séries de cotas, emitidas pelo fundo sejam destinadas a um único cotista, ou grupo de cotistas vinculados por interesse único e indissociável;

II – o cotista, ou grupo de cotistas vinculados por interesse único e indissociável, subscreva termo de adesão declarando ter pleno conhecimento dos riscos envolvidos na operação, inclusive da possibilidade de perda total do capital investido, e da ausência de classificação de risco das cotas subscritas; e

(...)”



*IV – permitir o efetivo controle do custodiante sobre a movimentação da documentação relativa aos direitos creditórios ~~e demais ativos~~ integrantes da carteira do fundo sob guarda do prestador de serviço contratado; e”*

Quanto à sugestão apresentada ao inciso III do §9º, a CVM entende que o fato do fundo ser exclusivo não o isenta das obrigações relacionadas à divulgação e à transparência das regras e procedimentos adotados pelo **gatekeeper**.

Em reunião realizada em 21 de fevereiro de 2006, o Colegiado entendeu não haver nem necessidade nem possibilidade de registro na CVM de fundos de investimento em geral cujas cotas destinem-se à colocação privada. Na mesma decisão, o Colegiado diz que se, em busca da segurança jurídica decorrente da existência de regulamentação, ou por qualquer outra razão lícita, os administradores registrarem seus fundos junto à CVM, tais fundos devem se sujeitar a todos os ônus inerentes aos fundos registrados, especialmente os informacionais.

O art. 23-A isenta o FIDC de um único requisito, qual seja, a classificação de risco de suas cotas, quando se tratar de investidor exclusivo ou associado a um conglomerado. Cabe frisar que esse requisito já está sendo, inclusive, questionado internacionalmente se não deveria ser eliminado das regras obrigatórias de produtos de securitização.

As informações divulgadas pelos fundos de investimento são utilizadas tanto pelos investidores, quanto pelos reguladores e autorreguladores em suas funções de supervisão e fiscalização. Assim, informações sobre as características desses veículos devem estar disponíveis para que os reguladores e autorreguladores possam adequadamente desempenhar suas funções.

Além disso, aplicando-se um paralelo com a Instrução CVM nº 409, de 18 de agosto de 2004, ou com a Instrução CVM nº 472, de 31 de outubro de 2008, não há previsão de qualquer desconto regulatório na divulgação de informações periódicas ou eventuais para fundos exclusivos.

Pelas razões expostas, a sugestão não foi aceita.

Com relação aos demais ativos do fundo, o controle a ser exercido pelo custodiante, por meio de regras e procedimentos próprios, sobre a movimentação da documentação, se



dará quando aplicável. A remissão à documentação faz sentido para alguns outros ativos, como o CRI, e evidentemente, quando não for aplicável, não será exigida.

#### **3.4.10 Art. 38 – Inclusão de novo §11 prevendo exigências dos prestadores de serviços**

A Interfile, considerando a importância da documentação que evidencia o lastro, relativa aos direitos creditórios e demais ativos integrantes da carteira dos fundos de investimento, entende que os prestadores de serviços contratados para verificar esta documentação e fazer a gestão e guarda de tais documentos deveriam obedecer a requisitos mínimos de segurança, bem como comprovar o cumprimento das exigências legais. Portanto, sugere a inclusão do §11 com a seguinte redação:

“§11 Os prestadores de serviço contratados de que trata o §6º, incisos III, V e VI deverão, no mínimo, apresentar os seguintes requisitos:

I – regularidade fiscal:

a) registro em órgão representativo da classe;

b) prova de inscrição no Cadastro Nacional de Pessoa Jurídica – CNPJ;

c) prova de inscrição no cadastro estadual ou municipal de contribuintes, se houver, pertinente ao seu ramo de atividade e compatível com o objeto licitado;

d) prova de regularidade para com a Fazenda Federal, através de certidão negativa de débitos referentes a tributos e contribuições federais e quanto à Dívida Ativa da União, expedida pela Secretaria da Receita Federal do Ministério da Fazenda, em conjunto com a Procuradoria-Geral da Fazenda Nacional;

e) prova de regularidade com a Fazenda Estadual e Municipal, pertinente ao seu ramo de atividade e relativa aos tributos relacionados com o objeto licitado;

f) certidão negativa de débitos para com o Sistema de Seguridade Social – INSS;

g) certificado de regularidade de situação para com o Fundo de Garantia por Tempo de Serviço – FGTS.



II – itens de segurança:

a) isolamento de área específica para execução dos serviços, com controle de acesso e autorização de acesso somente aos colaboradores da empresa que executam as atividades;

b) sistema de detecção de fumaça por aspiração, alarme de incêndio e extintores;

c) câmeras para filmagem da área citada, com monitoração 24 horas por dia, 7 dias por semana, mantendo as imagens armazenadas por um período de, no mínimo, 90 dias e disponibilizadas em seu sistema para possíveis averiguações;

d) sistema de alarme com controle de abertura indevida de portas/janelas e detecção de presença/movimento integrado com pessoal de segurança local e cobertura emergencial através de empresa de segurança terceirizada;

e) sistema complementar de sprinklers, visando a garantia de contenção de focos de incêndio, mesmo que não exigido pelo Corpo de Bombeiros no processo para concessão do AVCB, com o correto dimensionamento de suas derivações (bombas, caixa de água, etc.);

f) projeto aprovado pelo Corpo de Bombeiros específico para atividades exercidas pela empresa, detalhando-as;

g) auto de vistoria emitido pelo Corpo de Bombeiros com validade de 2 (dois) anos vigente, baseado no projeto citado no item “e” acima, deste Anexo;

h) atestado de brigada contra incêndio, adestrada por profissional habilitado (renovado anualmente);

i) atestado de abrangência e medição do sistema de para-raios, assinado por profissional habilitado (renovado anualmente);

j) atestado referente às instalações elétricas, assinado por profissional habilitado (renovado anualmente), com abrangência do sistema de gerador;



- k) atestado de manutenção realizada nos equipamentos instalados, assinado pela empresa de conservação;
- l) contingenciamento de falta de energia elétrica através de grupo gerador, objetivando a continuidade na prestação dos serviços contratados e funcionamento dos sistemas de segurança para a prevenção de incidentes;
- m) iluminação artificial viável para a realização das atividades dos colaboradores da contratada dentro de condições mínimas exigidas pela legislação trabalhista vigente;
- n) controle de pragas implantado e recorrente visando garantir a manutenção dos documentos e pessoas que circulam pelo local;
- o) sistema de comunicação e “links” redundantes para garantir o correto funcionamento da operação em caso de problemas técnicos; e
- p) alternativa de contingência para o processamento dos documentos em outro site com instalações similares em caso de crise.”

A CVM entende que a proposta apresentada traz um amplo rol de boas práticas que trazem segurança e confiabilidade à indústria de FIDC. No entanto, a CVM entende que o detalhamento na norma não é conveniente.

A Interservicer entende que a contratação dos prestadores de serviço deve passar pelo crivo da CVM, já que o objetivo é trazer segurança, isenção, independência, transparência e credibilidade ao procedimento. Havendo um cadastramento na CVM, como o que já existe para os terceiros contratados pelos administradores e gestores dos fundos, haverá, segundo a participante, um controle mais eficiente dos serviços prestados, além de possibilitar a CVM de atestar se a empresa contratada é realmente isenta em relação às operações financeiras apreciadas.

Portanto, sugere a inclusão do §11 com a seguinte redação:

“§11 Os custodiantes deverão contratar instituição que esteja credenciada pela CVM para a prestação dos serviços indicados no §6º deste artigo, e que não integre ao mesmo grupo econômico do administrador, gestor ou do próprio custodiante”.



Os **gatekeepers** primordialmente responsáveis pelo fundo - administrador e custodiante - já são credenciados junto à CVM e serão os responsáveis pelas atividades por eles subcontratadas. Nesse sentido, a Minuta já impõe que devem adotar regras e procedimentos que os permitam verificar o cumprimento, pelo prestador contratado, de suas obrigações.

Dessa forma, a proposta não foi acatada.

### **3.5 Art. 39 – Contratação de serviços pelo administrador**

#### **3.5.1 Art. 39, caput, incisos I e II – Contratação de consultoria especializada e de gestor de carteira**

A ANFIDC, tendo em vista a atividade exercida pelo consultor, recomenda a padronização das nomenclaturas “análise especializada” e “empresa especializada de análise”, ao invés de “consultoria especializada” e “consultor especializado”, respectivamente, o que influenciaria também os arts. 24, XI; 38, §7º, III; 39, §§2º e 3º; 46, §1º, II, todos da Instrução CVM nº 356, de 2001. Portanto, sugere a seguinte redação para o art. 39, inciso I:

*“I – ~~consultoria~~ análise especializada, que objetive dar suporte e subsidiar o administrador e, se for o caso, o gestor, em suas atividades de análise e seleção de direitos creditórios para integrarem a carteira do fundo;”*

A CVM entende que a alteração da nomenclatura pretendida pode trazer mais confusão acerca de um novo participante na estrutura do fundo, salientando que a redação da Minuta deixa mais clara que a atividade de consultoria tem caráter acessório. Nesse sentido, a sugestão não foi acatada.

O Negrão Ferrari entende que, dada a maior especificidade e delimitação que se visa atribuir ao papel do consultor especializado com a nova redação da norma e tendo por finalidade conferir uma maior segurança às operações dos FIDC e acrescer um novo **gatekeeper** à estrutura, a norma poderia permitir que a análise da cessão dos créditos fosse, também, terceirizada para escritórios de advocacia, com o propósito de que sejam elaboradas opiniões legais, notadamente sobre a possibilidade da cessão do crédito, a cada cessão.



A Minuta não veda que os escritórios de advocacia sejam contratados como consultores especializados, os quais poderiam atuar, no contexto de auxiliar e subsidiar o administrador ou o gestor na análise e seleção dos direitos creditórios, examinando do ponto de vista legal a cessão de cada crédito.

Nesse sentido, a redação não foi alterada.

O Souza Cescon alega que, em muitos casos, a consultora especializada de um FIDC está mais apta a analisar e selecionar um direito creditório para a aquisição pelo fundo que o próprio administrador ou gestor do fundo. Isso porque os requisitos atualmente exigidos pela Instrução CVM nº 306, de 1999, para que uma pessoa natural ou jurídica seja autorizada a exercer a atividade de administração de valores mobiliários não a habilitam, em absoluto, a analisar a capacidade creditícia de determinado devedor.

Portanto, entende que as consultorias especializadas deveriam continuar exercendo papel importante nos FIDC, não limitando ao suporte a decisões do administrador ou gestor.

Para o participante, as consultorias especializadas deveriam analisar e selecionar os direitos creditórios passíveis de aquisição pelo fundo, pois não estariam, dessa forma, praticando indevidamente a gestão da carteira do fundo, já que os direitos creditórios não são valores mobiliários.

O Vaz Barreto, por outro lado, concordou com a abordagem da Minuta quanto à consultoria especializada, porém sugere que a CVM aperfeiçoe, futuramente, suas regras para credenciamento como gestores de empresas especializadas na gestão de direitos creditórios integrantes da carteira de fundos de investimento, que não são necessariamente valores mobiliários. Tais empresas, muitas vezes têm maior qualificação técnica para exercício da atividade que os gestores de carteira de valores mobiliários.

A CVM entende que os consultores especializados que queiram atuar na análise e seleção discricionária – ou seja, que tenham o efetivo poder decisório quanto às decisões de investimento do fundo –, tendo em vista a sua **expertise** no segmento de crédito, deverão obter registro de administrador de carteira, tão logo se conclua a análise da audiência pública 14/11.

Conforme já ressaltado no comentário ao item 3.1, a regulamentação sobre a matéria



(Instrução CVM nº 306, de 1999) encontra-se em revisão e o texto levado à audiência pública prevê a segmentação da autorização para a atividade de administração de carteira por tipo de ativos financeiros e contempla segmento específico para crédito.

A sugestão de ampliar a atuação do consultor não foi considerada conveniente, caminhando em sentido oposto à proposta desta autarquia. Logo, não está refletida na norma.

A Spalding propõe que a definição contida no inciso I seja modificada, no sentido de alcançar o que seria o ponto principal na distinção entre as atividades de “consultoria” e de “gestão discricionária”, qual seja, a responsabilidade pela tomada de decisões de investimento. Além disso, afirma que a crescente atribuição de funções “públicas” de monitoração e fiscalização às instituições financeiras, e o conseqüente aumento de suas possibilidades de responsabilização civil, penal e administrativa daí decorrentes, acarretará no desmedido aumento das taxas cobradas por tais instituições para a prestação de serviços no mercado de capitais.

Esse aumento de funções, no limite, serviria como fator de desincentivo ao mercado de capitais em comparação com o mercado financeiro **stricto sensu**, já que a vantagem comparativa dos menores custos de estruturação e manutenção dos veículos de financiamento (que são os FIDC) no mercado de capitais seria afetada.

Portanto, sugere a seguinte redação para o art. 39, caput, inciso I e II:

“Art. 39 O fundo, representado pela instituição administradora, pode, sem prejuízo da responsabilidade desta e de seu diretor ou sócio-gerente designado, mediante deliberação da assembleia geral de cotistas ou desde que previsto em seu regulamento, contratar serviços de:

I – consultoria especializada, cujos resultados das análises e estudos para seleção de direitos creditórios para integrarem a carteira do fundo objetivem subsidiar os processos de tomada de decisão de investimento ou desinvestimento do administrador ou gestor, bem como assessorar o custodiante no desempenho de suas funções, conforme o caso e de acordo com o contrato de consultoria especializada firmado com o fundo;



*II – gestão da carteira do fundo com terceiros autorizados pela CVM, de acordo com o disposto na regulamentação aplicável aos administradores de carteiras de valores mobiliários de terceiros, que tenham discricionariedade para as decisões de investimento e desinvestimento nos direitos creditórios e demais ativos da carteira, nos termos do regulamento e do contrato de gestão firmado com o fundo;*

(...)”

A redação proposta ao início do **caput** do art. 39 (“*O fundo, representado pela instituição administradora, pode(...)*”) imputaria encargos adicionais ao fundo não abarcados pela taxa de administração já cobrada, redesenhando, como já dito no comentário ao item 3.4.7, a divisão de encargos e responsabilidades dos prestadores de serviço dos FIDC, sem que se pudesse presumir que as taxas de administração fossem reduzidas em consequência.

Cabe dizer que o novo escopo de atuação do consultor especializado trouxe mais clareza ao caráter auxiliar que dele se espera, dirimindo as dúvidas anteriormente suscitadas acerca de uma eventual sobreposição de funções entre ele e o administrador ou gestor na seleção discricionária de ativos. Dessa forma, buscou-se inibir uma concentração danosa de papéis que o consultor especializado desempenhava em alguns FIDC.

As salvaguardas e controles introduzidos na Minuta, se eventualmente podem implicar em maiores custos ao produto, certamente agregarão a ele muito mais confiabilidade. Na percepção da CVM, maior ônus seria ver o FIDC associado a estruturas de governança frágeis que pudessem minar a credibilidade da indústria como um todo junto aos investidores, ao passo que a maior segurança trazida pela segregação e pelos controles exigidos trará benefícios que se refletirão na melhor percepção do produto pelos investidores de FIDC.

### **3.5.2 Art. 39, inciso IV – Contratação de agente de cobrança**

A ANFIDC afirma que, na hipótese de contratação de agente para cobrança dos direitos creditórios inadimplidos, os recursos obtidos com os esforços de cobrança, que podem inclusive envolver a propositura de ações e a realização de depósitos judiciais, podem não ser entregues diretamente pelos respectivos devedores ao FIDC. Portanto, sugere a seguinte redação para o art. 39, inciso IV:



*“IV – agente de cobrança, para cobrar e receber, em nome do fundo, direitos creditórios inadimplidos, ~~observado o disposto no inciso VII do art. 38.~~”*

Ver comentário ao item 3.4.4. A sugestão não foi acatada.

A S&P acredita que o direcionamento dos valores recebidos pelos direitos creditórios para uma conta bancária de titularidade do FIDC ou uma **escrow account** contribui para uma forte mitigação do risco de fungibilidade dos recursos, o que pode ter um impacto positivo para a operação do FIDC. Contudo, nos casos de direitos creditórios inadimplidos e pré-pagamentos, o cedente nem sempre tem o controle sobre o ingresso operacional desses recursos.

Dessa forma, sugere que a CVM considere a inclusão na regulamentação de um prazo para que os recursos provenientes de créditos pagos antecipadamente ou em atraso e inadvertidamente depositados pelos devedores em uma conta que não se enquadre na restrição imposta pelo art. 38, VII, sejam transferidos para a conta do FIDC. Ao mesmo tempo, sugere que a regulamentação também imponha que o administrador do FIDC reporte publicamente a incidência desses eventos.

Ver comentários ao item 3.4.4. quanto aos objetivos das alíneas “a” e “b” do inciso VII do art. 38.

A regra geral do ordenamento jurídico brasileiro é a que o pagamento deve ser feito ao credor, ou a quem de direito o represente, sob pena de só valer depois de por ele ratificado. Não se pode, portanto, considerar que houve pagamento no caso de o devedor pagar o crédito – antecipadamente ou não – a pessoa não autorizada pelo credor a recebê-lo.

Há, no art. 309 do Código Civil brasileiro, a previsão de que o pagamento feito de boa-fé ao credor putativo é válido. Dessa forma, se o devedor estiver de boa-fé e pagar a dívida à pessoa que tenha a aparência de verdadeiro credor, não é obrigado a pagar novamente ao verdadeiro titular do crédito. Não quer dizer, porém, que o credor legítimo tenha recebido o pagamento, porque este, apesar de não mais poder cobrar o débito do devedor, poderá exigí-lo daquele que o recebeu em seu lugar.

Pode-se concluir, destarte, que a redação do art. 38, inciso VII, da Minuta não impede



o recebimento do crédito pré-pago inadvertidamente a outra pessoa que não o custodiante ou o agente de cobrança. Quando não forem verdadeiras as hipóteses do art. 309 do Código Civil, o crédito ainda poderá ser cobrado do devedor e, então, recebido diretamente deste pelo fundo. Em caso contrário, o valor do débito será cobrado e recebido do credor putativo e, então, diretamente depositado por este em conta de titularidade do fundo ou em **escrow account**.

Por esses motivos, a proposta não foi acatada.

### **3.5.3 Art. 39, §1º - Vedação ao administrador e/ou gestor de prestar serviço de custódia**

O BACEN e a C&D elogiaram a vedação imposta pela Minuta.

A S&P alega que o mercado de securitização no Brasil possui barreiras financeiras, operacionais e regulatórias à entrada de novos participantes nos serviços de custódia e que, conseqüentemente, a imposição de restrições adicionais poderia afetar a precificação desses serviços no mercado e, como um todo, aumentar o custo dos FIDC como uma fonte de financiamento.

Além disso, do ponto de vista operacional, no mercado brasileiro, os custodiantes também são, tipicamente, os provedores das contas bancárias de titularidade dos FIDC e, assim, caracterizam-se como uma contraparte importante. Dessa forma, quando o custodiante é também o provedor da conta bancária do FIDC, existe uma relação de dependência em termos de risco de crédito entre as duas partes, o que se torna um fato limitador para novos entrantes.

Por outro lado, caso o custodiante terceirize o provedor da conta bancária, novos desafios operacionais podem ser incorporados, uma vez que mais um prestador de serviço é adicionado à operação. Ademais, o poder de mercado dos custodiantes também pode servir como fator de pressão sobre os administradores independentes, o que poderia reduzir significativamente os benefícios impostos por essas restrições.

A respeito disso, e dado que o conflito de interesse que a Minuta busca atender (o conflito entre as funções de administrador e custodiante) frequentemente ocorre em casos em que os provedores de serviços não cumprem com suas obrigações, o participante sugeriu considerar como alternativa a criação de uma lista de falhas operacionais que poderiam ser



categorizadas de acordo com a severidade do erro (erros triviais, potencialmente materiais e materiais) e que seriam monitoradas agregada ou individualmente.

Com relação à criação de uma lista de falhas operacionais e a utilização de métricas consideradas aceitáveis ou toleráveis, além das quais se acionaria um gatilho para um procedimento de substituição do prestador de serviço, proposto pela S&P, a CVM entende que tal abordagem prescritiva e detalhista não deve ser encampada. Tal enfoque pode ser discutido no âmbito da autorregulação, assim como outros aspectos relacionados a detalhamento da norma suscitados pelos participantes.

O Vaz Barreto sugere a eliminação da vedação presente no art. 39, §1º, pois ela vai de encontro ao atual cenário de consolidação do sistema financeiro nacional, bem como demonstra a descrença nas atuais regras e controles internos (**chinese wall**) impostos pela legislação aplicável para o exercício das atividades de administração, gestão e custódia.

A ANBIMA afirma que a vedação proposta pelo §1º traria diversos efeitos negativos, quais sejam:

i) geraria uma competitividade ainda menor na oferta de serviços fiduciários, algo que obsta o crescimento da indústria de securitização brasileira;

ii) no processo de distribuição das cotas de um FIDC, os dados dos cotistas transitariam nas mãos de instituições que participam de grupos econômicos concorrentes, o que reduziria o interesse destas instituições na prestação de tais serviços, o que também diminui a competitividade do sistema;

iii) a maioria dos FIDC existentes contém, em seus regulamentos, eventos de avaliação e liquidação associados a alterações dos prestadores de serviços de administração, gestão ou custódia, ou seja, a mudança acionaria tais eventos, causando o pré-pagamento ou a liquidação de muitas estruturas, o que traria dificuldades, tanto para investidores realocarem seus recursos, quanto para as empresas que se financiam por meio desses instrumentos;

iv) os elevados custos com o desenvolvimento ou a adequação dos sistemas da informação dos prestadores de serviços, já que estes sofrem adequações conforme as características de cada classe de direito creditório e de cada estrutura;



v) aumento do risco operacional, em alguns casos, decorrente da maior circulação de documentos e de dados entre diferentes instituições;

vi) aumento de custos com a contratação de diferentes conglomerados financeiros para atuarem na mesma operação; e

vii) maior delonga na implementação de novos FIDC, em razão da necessidade de integração entre os prestadores de serviço de diferentes conglomerados financeiros, muitas vezes utilizando tecnologias e plataformas não compatíveis.

Portanto, sugere a exclusão do §1º do art. 39.

A ANFIDC também recomenda a exclusão do §1º do art. 39, entendendo que os benefícios por ventura existentes não compensam os custos da medida. Alternativamente, sugere que a vedação, se mantida, seja aplicada tão somente aos novos FIDC ou que o prazo de adaptação seja significativamente ampliado.

Nova alternativa dada pelo participante, caso esta exclusão não seja feita, sugere, que a vedação prevista seja limitada às situações em que o administrador também preste serviços de gestão de carteira ou em que o administrador e o gestor pertençam ao mesmo grupo econômico. Sendo assim, ao menos um entre administrador, gestor e custodiante pertenceria a um grupo econômico distinto, o que, no entendimento da ANFIDC, permitiria a indução de boas práticas de governança, conforme pretendido pela CVM. Portanto, sugere a seguinte redação para o art. 39, §1º:

*“§1º É vedado ao administrador e ao gestor prestar serviço de custódia para o fundo. Na hipótese de o serviço de gestão de carteira do fundo ser prestado pelo próprio administrador ou na hipótese de o administrador e o gestor pertencerem ao mesmo grupo econômico, deverá ~~dever~~ ser contratada uma instituição credenciada na CVM para a prestação do serviço de custódia que não integre o mesmo grupo econômico do administrador.”*

O BB discorda em abranger o “grupo econômico do administrador”, por entender que existem grupos econômicos que apresentam níveis de governança que justificam o grau de transparência e segregação adequadas. Portanto, sugere a seguinte redação para o art. 39, §1º:



*“§1º É vedado ao administrador e ao gestor prestar serviço de custódia para o fundo, devendo ser contratada instituição credenciada pela CVM para a prestação de serviço ~~que não integre o mesmo grupo econômico do administrador~~”.*

A Uqbar entende que o aumento do número de **gatekeepers** é sempre salutar, mas afirma não ter evidências ou dados empíricos no mercado brasileiro que comprovem a necessidade atual dessa separação como condição para que se atinja o objetivo exposto.

Assim, a entrada em vigor da proposta da Minuta ocasionará uma reestruturação substancial entre os participantes da indústria de FIDC. Finalmente, é importante questionar até que ponto uma estrutura efetiva de dois **gatekeepers** independentes, nas figuras do administrador e do custodiante, é factível no mercado brasileiro no curto prazo. Caso haja uma desproporção de força de mercado entre participantes no setor de FIDC, pode-se atingir uma situação de independência ilusória entre esses participantes.

A participante ressalta a importância de se progredir do ponto de vista regulatório na forma e frequência nas quais essas informações são divulgadas, assim como na sua qualidade, priorizando a transparência e a padronização de informações.

No que concerne às considerações da vedação do art. 39, §1º, frente à realidade e à estrutura existentes no mercado de FIDC, feitas tanto pela S&P quanto pela Uqbar, cabe dizer que os conflitos de interesses em um FIDC se dão quando um participante domina duas pontas dentro de uma estrutura: (i) a originação e cessão do crédito, para o que poderíamos fazer uma analogia com o lado da venda do ativo (**sell-side**); e (ii) quando este mesmo participante trabalha na aquisição desses créditos originados anteriormente (**buy-side**).

Comparando essas duas questões à forma como está estruturada a indústria de FIDC no Brasil, há alguns casos em que um mesmo agente atua em ambos os lados, na originação e na aquisição. Nesses casos específicos, esse papel é exercido pelo originador, consultor e o administrador/gestor do FIDC, ou seja, participantes importantes da estrutura do FIDC concedem o crédito e fazem a seleção para a posterior aquisição dos mesmos pelos fundos.

Observando o papel de alguns agentes, pode-se dizer que o custodiante é o participante principal dentro da estrutura de um FIDC, pois ele é o responsável pela verificação dos critérios de elegibilidade dos créditos que estão sendo adquiridos do cedente (aqui representado pelo administrador, gestor, originador, consultor ou partes a eles



relacionadas).

Nesse contexto, para mitigar uma estrutura conflituosa, é necessário aperfeiçoar os controles de apenas um dos lados, deixando o outro independente para exercer o seu papel, ou seja, permite-se que os agentes prestem serviços a apenas uma das pontas da estrutura: originação/cessão ou aquisição dos direitos de crédito. Tem-se, então, um controle mútuo exercido entre os agentes, um no momento da originação/cessão e outro no momento da aquisição dos créditos.

A proposta colocada em audiência pública atacou os dois lados: o participante que administra, gere ou presta serviço de consultoria não poderá ceder ou originar créditos ao FIDC, ao mesmo tempo em que não poderá exercer o papel de custodiante.

Como exposto, se aperfeiçoarmos apenas uma das pontas da estrutura do FIDC, é alcançada a independência no exercício das atividades dentro do fundo. Ao proibir que o administrador seja também a instituição custodiante, criam-se, em outras palavras, controles adicionais como uma medida de reafirmação de que a independência de papéis estaria preservada, dado que todos os prestadores de serviços ao fundo já estariam proibidos de realizar cessão de créditos ao FIDC.

A Minuta, como dito no Edital de audiência pública, buscou conciliar algumas exigências e delimitações entendidas como pertinentes com o necessário grau de flexibilidade na atuação dos participantes da indústria, de modo que o arcabouço regulatório pudesse prover mecanismos de segurança, controle e transparência efetivos e adequados, sem impor restrições que possam ser consideradas excessivas.

A vedação por completo da acumulação das funções de custodiante e administrador traz de fato uma série de implicações para o funcionamento da indústria, como ressaltado pela ANBIMA.

A alternativa a esta abordagem, que permite a superação de muitos dos óbices apontados pelos participantes sem, contudo, desconsiderar a necessária segregação a ser exigida das atividades de administração e de custódia, por fim adotada pela CVM, foi a de prever que o administrador que acumule as funções de gestão e de custódia do FIDC deve manter total segregação de tais atividades nos termos da regulamentação aplicável aos administradores de carteira.



No que tange à sugestão apresentada pela Uqbar de conferir maior ênfase à divulgação pública da informação de qualidade sobre as operações de securitização e, especificamente sobre os FIDC, a CVM entende que a matéria foge ao escopo da Minuta. Os aspectos levantados pelo participante são importantes, porém, não substituem os pontos abarcados pela Minuta, isto é, não são abordagens mutuamente excludentes.

Não obstante, cabe mencionar que a matéria foi objeto de recente edição de dois documentos<sup>4</sup> pela IOSCO, e poderá ser contemplada em futura alteração da Instrução 356, de 2001, após análise detalhada desta CVM.

#### **3.5.4 Art. 39, §2º - Vedação ao administrador, gestor, custodiante e consultor ceder direitos creditórios ao fundo**

A Uqbar elogiou a vedação proposta pelo §2º do art. 39, a qual reduzirá, segundo o participante, as condições de conflito de interesse existentes nas estruturas onde o cedente origina para distribuir. Segundo a participante, não faltam evidências empíricas recentes no mercado brasileiro que justifique esta alteração.

A ANBIMA acredita que devem ser feitas exceções à vedação proposta pelo art. 39, §2º. Tais exceções, no seu entendimento, poderiam ser admitidas para avaliação de um potencial conflito de interesse por parte do investidor, de acordo com a oferta direcionada para cada tipo de fundo.

Além disso, afirma que a vedação proposta pela Minuta prejudica que grandes conglomerados captem recursos via securitização de recebíveis, além de poder desestimular o mercado secundário de crédito privado, indo contra as últimas atuações da ANBIMA e CVM, que visam estimular e fomentar o mercado secundário de títulos e valores mobiliários de renda fixa, principalmente em fundos classificados como agro, indústria e comércio.

Portanto, sugere a seguinte redação para o art. 39, §2º:

---

<sup>4</sup> “Developments in Securitisation Regulation – Final Report” e “Principles for Ongoing Disclosure for Asset-Backed Securities – Final Report”, ambos de novembro de 2012.



*“§2º É vedado ao administrador, gestor, custodiante e ou consultor especializado ou parte a eles relacionadas ceder direitos creditórios aos fundos nos quais atuem, exceto:*

*I – para os fundos regulados pela Instrução CVM nº444, de 2006;*

*II – para os fundos enquadrados nos incisos I e II do art. 23-A desta Instrução; ou*

*III – para os fundos não incluídos nos itens “a” e “b”, que tenham aplicação inicial igual ou superior a R\$ 1.000.000,00 (um milhão de reais) e sejam ofertados publicamente nos termos da Instrução CVM nº 400, evidenciando, no Prospecto da oferta pública, o potencial conflito de interesse entre o cedente e os prestadores de serviços do Fundo.”*

Em linha semelhante, a Spalding também sugere que sejam criadas exceções para os casos em que os FIDC sejam destinados exclusivamente a investidores superqualificados ou a um único cotista, ou a grupo de cotistas vinculados por interesse único e indissociável.

Adicionalmente, caso se imponha a vedação da possibilidade de cessão de direitos creditórios pelo administrador, gestor ou custodiante ao FIDC, estar-se-ia pondo em xeque e descrédito a eficácia dos mecanismos de prevenção e combate às situações de potencial ou efetivo conflito de interesses entre os prestadores de serviços e o fundo (**chinese wall**).

O BB discorda em abranger “as partes a eles relacionadas”, por entender que existem partes relacionadas que apresentam níveis de governança que justificam o grau de transparência e segregação adequadas.

O Vaz Barreto, por sua vez, manifesta discordância com a vedação imposta pelo art. 39, §2º, alegando que, por serem os FIDC destinados a investidores qualificados, a norma deve admitir a aquisição de direitos creditórios cedidos pela instituição administradora, pelo gestor ou pelo custodiante, desde que:

(i) conste tal hipótese do regulamento e como fator de risco sobre potencial conflito de interesses;



(ii) sejam previamente informadas as condições e parâmetros da aquisição dos direitos creditórios; e

(iii) exceto nos fundos constituídos para essa finalidade, tais operações sejam previamente aprovadas pelos cotistas reunidos em assembleia geral – medida esta que estaria em linha com a solução adotada para os fundos de investimento imobiliário, conforme o artigo 34 da Instrução CVM nº 472, de 2008.

Primeiramente, cabe dizer que a vedação imposta pelo §2º do art. 39 buscou também inibir a ocorrência de um dos principais conflitos existentes na estruturação dos produtos de securitização – originar para distribuir – em que os créditos são concedidos sem a devida diligência tendo em vista a sua subsequente cessão para terceiros. Dessa forma, de modo a deixar mais claro que a vedação atinge também a originação dos direitos creditórios, a redação do art. 39, §2º foi alterada.

A reforma da regulamentação dos FIDC proposta pela Minuta, incluindo-se o §2º do art. 39, tem como fim último estimular a utilização da securitização, com base no entendimento de que apenas um mercado hígido é capaz de arregimentar o volume de recursos demandado pelos setores produtivo e financeiro.

Problemas ocorridos devido a conflitos de interesse entre os participantes das estruturas do fundo, sobretudo em estruturas verticalizadas, afetam não apenas seus cotistas, mas também a imagem das instituições envolvidas e a credibilidade dos FIDC como um todo.

Dessa forma, as propostas da ANBIMA, Spalding, BB e Vaz Barreto não foram acatadas.

O Negrão Ferrari entende que, no rol de participantes da operação inseridos na proposta de redação deste dispositivo, seria salutar a inclusão das instituições intermediárias da oferta pública de cotas do fundo como pessoas vedadas a ceder direitos creditórios ao fundo do qual são contratadas, ao menos durante o período imediatamente subsequente ao período de distribuição.

O participante, levando em consideração que o consultor especializado não exercerá mais quaisquer atividades típicas de gestão de FIDC, entende que seria possível permitir que o



consultor especializado atue, também, como cedente de créditos ao FIDC, desde que os créditos por este ofertados atendam aos critérios de elegibilidade e condições de cessão, e que tal possibilidade esteja clara no regulamento do FIDC.

O primeiro comentário não foi submetido à audiência pública. Desse modo, a sugestão não foi apreciada neste momento.

Sobre a segunda proposta do participante ao §2º do art. 39, é importante observar que, apesar de a Minuta esclarecer o caráter subsidiário do consultor especializado, as análises deste participante certamente influem nas decisões do administrador do fundo. Dessa forma, persiste o potencial conflito de interesses de o consultor especializado ceder direitos creditórios ao fundo e, ao mesmo tempo, influenciar o administrador na gestão da carteira de direitos creditórios.

O BACEN, por sua vez, propôs que a redação acerca da proibição de cessão de créditos ao fundo pelo gestor, administrador, consultor especializado ou custodiante (ou partes relacionadas), poderia ser mais rígida, vedando também a cessão indireta.

A utilização de interposta pessoa com eventuais vínculos com, por exemplo, o controlador das instituições citadas no dispositivo, que visasse à descaracterização da situação vedada pela proposta do §2º do art. 39, seria inibida pela vedação aplicável também a partes relacionadas, conforme redação do §2º do art. 39.

Entretanto, a utilização de terceiros sem qualquer tipo de vínculo formal pode esconder situações que caracterizem burla à regra. Nesse sentido, a CVM acatou a sugestão de vedar a cessão e originação de direitos creditórios, direta ou indiretamente, por parte do administrador, gestor, custodiante e consultor especializado, aos fundos nos quais atuem.

### **3.5.5 Art. 39, §3º - Atividades do consultor e do cedente**

A ANBIMA e a ANFIDC alegam que, em algumas estruturas de FIDC (créditos vencidos, por exemplo), o gestor tem papel fundamental na negociação dos direitos creditórios com o sacado, quando da escolha dos ativos para a carteira, podendo figurar como agente de cobrança e validar as condições de cessão de forma efetiva.



Além disso, considerando que o objetivo precípua do fundo é recuperar o maior volume de recursos inadimplidos e controlar efetivamente suas operações, atribuir essas tarefas ao gestor que contenha real condição de executá-lo traz mais efetividade para a estrutura.

O objetivo do §3º não foi o de circunscrever ao consultor especializado e ao cedente, e tão somente a eles, o papel de agente de cobrança de créditos inadimplidos e a validação dos direitos creditórios quanto às condições de cessão. Na verdade, buscou-se apenas elucidar que a CVM entende que a atuação do consultor especializado e do cedente, na seara da cobrança e da validação mencionadas, é aceitável.

Como não está proibida, a participação do gestor como agente de cobrança de créditos inadimplidos e entidade responsável pela validação dos direitos creditórios quanto às condições de cessão é permitida, fazendo-se desnecessária a alteração do texto da norma, a qual, se adotada, poderia levar a crer que se trata de lista exaustiva.

### **3.5.6 Art. 39, §4º - Regras e procedimentos do administrador no caso de contratação de prestadores de serviço**

O Souza Cescon sugere que a estrutura do parágrafo seja alterada, de modo a facilitar o seu entendimento pelo leitor. Portanto, sugere a seguinte redação para o art. 39, §4º, com a criação de um novo §5º:

“§4º Nos casos de contratação prevista no **caput**, a instituição administradora do fundo deve possuir regras e procedimentos adequados, por escrito e passíveis de verificação, que lhe permitam verificar o cumprimento, pelo prestador de serviço contratado, de suas obrigações.

“§5º As regras e procedimentos previstos no parágrafo §4º deste artigo devem:

I – constar do prospecto da oferta do fundo, se houver;

II – constar do contrato de prestação de serviços; e



III – ser disponibilizados e mantidos atualizados na página do administrador do fundo na rede mundial de computadores, junto com as demais informações de que trata o art. 53-A.”

A redação sugerida, ao separar o conteúdo do §4º em dois §§ distintos, tornou mais claros os comandos insculpidos no dispositivo e, portanto, foi acatada e está refletida na Minuta.

A ANBIMA entende que, nos fundos elencados nos incisos I e II do art. 23-A, a comunicação é feita diretamente ao cotista, não sendo necessária sua disponibilização na rede mundial de computadores, de que trata o inciso III, §4º do art. 39.

Ver comentário ao item 3.4.9. A proposta não foi acatada.

### **3.6 Art. 40-A – Carteira do FIDC**

#### **3.6.1 Art. 40-A – Limites de aplicação**

A ANBIMA, com o objetivo de possibilitar ao gestor exercer melhor administração dos recursos da carteira do FIDC, sugere que não haja limitação de 20% para a realização das operações do FIDC com títulos públicos federais, operações compromissadas lastreadas em títulos públicos federais e cotas de fundos do mesmo administrador que possuam como política de investimento a alocação exclusiva nesses títulos.

Como o emissor de tais títulos é a União Federal, a sugestão está alinhada com o art. 86, item V, da Instrução CVM nº 409, de 2004. Ademais, no dia de liquidação de uma oferta, geralmente, os recursos são disponibilizados ao fundo em horário que inviabiliza a pulverização em cinco instituições/emissores, sendo tais recursos alocados provisoriamente em operações compromissadas.

Ademais, considerando que o objetivo da sugestão é maximizar a gestão de caixa dos FIDCs, a ANBIMA entende que as operações mencionadas com títulos públicos federais atendem as necessidades de investimento do gestor e/ou administrador do fundo, o que afastaria a necessidade de qualquer alocação em ativos financeiros de emissão do administrador, gestor ou cedente, mitigando, desta forma, o conflito de interesse.



Portanto, sugere a inclusão do §10 e §11, bem como a seguinte redação para o art. 40-A:

*“Art. 40-A O fundo poderá adquirir direitos creditórios, ~~observada a vedação de que trata~~ observado o §2º do art. 39, 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:*

*§10 Ficam excluídas das limitações do caput: alocação em títulos públicos federais, operações compromissadas lastreadas em títulos públicos federais e cotas de fundos do mesmo administrador que possuem como política de investimento a alocação exclusiva nesses títulos.*

*§11 É vedado ao fundo a aquisição de outros ativos financeiros de emissão ou coobrigação do administrador, gestor e cedente.”*

Quanto às exclusões propostas ao limite de 20% imposto pelo **caput**, a CVM concordou com a proposta, que está refletida na norma.

Com relação à proibição proposta no §11, a CVM entende que a proposta extrapola o texto proposto na Minuta e pode ter repercussões, sobretudo no **funding** dos bancos pequenos e médios, que não foram submetidas à discussão em audiência pública. Assim, a proposta não foi considerada.

Não obstante, a CVM entende ser cabível a extensão ao gestor da impossibilidade prevista no §9º da Minuta ao administrador e partes relacionadas, de ampliação, nas condições previstas no §1º do art. 40-A, do limite de 20% (vinte por cento) para aquisição, pelo fundo, de outros ativos de sua emissão.

### **3.7 Art. 56 – Encargos do fundo**

A ANBIMA afirmou que o FIDC possui despesas diferenciadas dos demais fundos, como as cartorárias, e, com o objetivo de evitar a dupla tributação, sugere que sejam incluídas tais despesas inerentes às atividades do FIDC como encargos do fundo.



Além disso, alegou que, por se tratarem de despesas já existentes e cujo pagamento é viabilizado por meio da destinação de partes da taxa de administração e de custódia para estas finalidades, essa aglutinação distorce a taxa de administração e custódia, prejudicando a comparabilidade para o investidor.

No tocante aos encargos do fundo, a ANBIMA sugeriu a inclusão de mais sete incisos ao art. 56, com especial destaque para a inclusão do novo inciso XIII, que trata de despesas com pagamento de prêmio de apólice de seguro de crédito.

A ANBIMA afirmou que a utilização deste seguro visa obter proteção contra a inadimplência de devedores de direitos creditórios para empresas pré-aprovadas pela seguradora emitente da apólice. Tal modalidade, asseverou a participante, é amplamente utilizada por grandes empresas e bancos comerciais e não se confunde com os **Credit Default Swaps** (CDS) americanos ou europeus, tratando-se de apólice de seguros registrada e regulamentada pela SUSEP.

Embora atualmente não seja vedada a sua utilização, a impossibilidade para que o fundo pague o prêmio de seguro impede que seja o segurado da apólice.

A proposta de inclusão, conclui o participante, visa sanar essa dificuldade oferecendo como benefício adicional a criação de um **gatekeeper** adicional, na figura da seguradora emissora da apólice, que além de avaliar os devedores, quando da concessão de limites de cobertura, monitora constantemente o mercado podendo reduzir o limite concedido mesmo que a inadimplência ainda não tenha atingido os direitos creditórios adquiridos pelo fundo.

Dito isto, a ANBIMA sugere a inclusão dos seguintes incisos ao art. 56:

“XIII – despesas com o pagamento de prêmio de Apólice de Seguro de Crédito, segurando, total ou parcialmente, os direitos creditórios adquiridos pelo fundo;

XIV – custo com os serviços de escrituração das cotas;

XV – atividades de tesouraria, de controle e processamento dos títulos e valores mobiliários;

XVI – despesas cartorárias;



XVII – despesas com consultoria especializada;

XVIII – custas e despesas relativas a cobrança ordinária dos direitos creditórios;

XIX – despesas com a contratação de formador de mercado.”

A ANFIDC afirma que a inclusão na taxa de administração dos montantes referentes à remuneração dos prestadores de serviço contratados em nome e no interesse dos FIDC, como gestor, empresa especializada de análise e agente de cobrança, é prática usualmente adotada no mercado. Todavia, entende que tais quantias deveriam ser expressamente previstas como encargos do FIDC, permitindo-se, dessa forma, a redução dos valores absolutos das taxas de administração praticadas, e a identificação, pelos investidores, dos montantes efetivamente pagos a cada um dos prestadores de serviços.

Portanto, sugere a seguinte redação para o art. 56, inciso XII:

“XII – honorários e despesas dos prestadores de serviço de análise especializada, de gestão da carteira do fundo e de cobrança dos direitos creditórios inadimplidos, contratados pela instituição financeira, na forma do art. 39.”

O Vaz Barreto propõe a inclusão, como encargo do fundo, das despesas de conservação de bens dados em garantia dos direitos creditórios (como, por exemplo, imóveis), as quais podem ser de difícil previsão **a priori**. Sugere, ainda, que a norma preveja a possibilidade de inclusão de novos encargos ao fundo, não previstos no rol do art. 56, desde que haja aprovação em assembleia.

Em linha com o disposto nos comentários ao item 3.5.1, não é possível prever que uma eventual aceitação da proposta que transferisse tais despesas diretamente ao fundo, desonerando o administrador, levasse a um movimento geral de redução na taxa de administração correspondente. Ademais, as propostas não foram submetidas à apreciação na audiência pública.

A CVM entende que a transparência das despesas embutidas na taxa de administração é salutar e que a autorregulação pode avançar na discussão de lâminas ou outros instrumentos que possam jogar luz nos custos embutidos na taxa de administração dos



FIDC.

Com relação à sugestão do Vaz Barreto de contemplar, a partir de deliberação assemblear, a possibilidade de inclusão de outras despesas a serem cobradas do fundo, cabe dizer que tal medida, ao transformar, na prática, a lista exaustiva do art. 56 em um rol exemplificativo, traria incerteza indesejável aos investidores e minaria a comparabilidade desejável entre os fundos. Cabe ilustrar que as Instruções CVM n°s 391, de 16 de julho de 2003, 409, de 2004, e 472, de 2008, também possuem listas exaustivas.

### **3.8 Art. 4º da Minuta alteradora, parágrafo único, inciso I – Adaptação à instrução**

A ANBIMA acredita que as alterações propostas na Minuta exigem iniciativas que ocasionam alterações significativas nas atuais estruturas dos fundos. Além disso, a adaptação deve ser realizada de forma cautelosa e responsável pelo administrador, evitando eventuais riscos operacionais e de imagem, visando a proteção do investidor e da indústria de FIDC.

Portanto, sugere a seguinte redação para o art. 4º, parágrafo único, inciso I, da Minuta alteradora:

*“I – em até 180 dias após a publicação desta Instrução, podendo ser prorrogável por mais 180 dias, mediante envio de justificativa à CVM; ou”*

A ANFIDC, em pensamento símile, sugere o limite de até 180 dias para o inciso I, e a Spalding propõe prazo de até 1 (um) ano, pois entendem que este seria um tempo razoável para a adaptação do FIDC às alterações propostas.

Tendo em vista a repercussão das medidas existentes na norma na atuação dos participantes e o prazo necessário para adequação a seus dispositivos, o prazo para adaptação foi ampliado para 1º de fevereiro de 2014.



**CVM** *Comissão de Valores Mobiliários*

#### **4. Proposta definitiva de instrução**

A proposta definitiva de instrução alteradora da Instrução CVM nº 356, de 17 de dezembro de 2001, e da Instrução CVM nº 400, de 29 de dezembro de 2003, que incorpora as sugestões acatadas acima mencionadas, segue em anexo ao presente relatório.

Rio de Janeiro, 6 de fevereiro de 2013.

*Original assinado por*

**FLAVIA MOUTA FERNANDES**

Superintendente de Desenvolvimento de Mercado