

São Paulo, 02 de Abril de 2021.

A Comissão dos Valores Mobiliários (CVM)

Resposta ao Edital de Audiência Pública SDM nº 8/20.

Prezados,

Em primeiro lugar, agradecemos o espaço para emitir opinião sobre a Audiência Pública SDM nº 8/20, por entendermos que a referida audiência contempla mudanças significativas para o quadro regulamentar do mercado de capitais brasileiro com impactos profundos sobre a precificação de risco e alocação de recursos. Neste sentido, acreditamos que nossa experiência, atuando desde 2011 no mercado e liderando a avaliação de risco de crédito em FIDCs, tem muito a contribuir em diversos dos pontos de discussão incitados pelo Documento referido.

### **CONTEXTO: DO FUNCIONAMENTO DO MERCADO DE CRÉDITO**

É importante atentar que o mercado de capitais se configura a partir de uma base frágil de estruturação, pois sua dinâmica é impulsionada sob a confiança dos seus participantes. A propósito adiciona-se que a palavra crédito deriva do latim para a palavra acreditar, de modo que, quando um Investidor, seja ele Profissional/Qualificado ou não, coloca o seu dinheiro em algum produto, confia que poderá reaver os seus recursos (principal e juros), e, conseqüentemente, as oscilações de mercado são provocadas justamente por ganhos ou perdas de confiança, às vezes por preocupações racionais, mas às vezes pela emoção do momento.

Não obstante, crises financeiras nada mais são do que a perda de confiança em massa, o que leva a uma corrida ao sistema, fazendo com que o dinheiro remanescente se torne menos seguro, o que impulsiona a uma queda na confiança de todos os participantes, e assim sucessivamente. Com isso em vista, a experiência mostra que esse ciclo de confiança-pânico-crise se reflete na atividade econômica, no nível de emprego e de renda de um país, de modo que as fricções financeiras são inerentes ao funcionamento do mercado de capitais e do mercado de crédito.

Assim, cabe a Autoridade Reguladora agir no sentido de promover um ambiente que amenize essas flutuações, onde parte fundamental vem sendo dada pelos serviços prestados pelas Agências de Classificações de Risco, que, por sua vez, podem exercer

o papel de suavizar pelo menos os efeitos dos ciclos sobre os mercados dos ativos avaliados, uma vez que os ratings são mais estáveis do que os indicadores de mercado, dado que estão fundamentados por considerações de longo prazo e só serão modificados caso os ruídos de mercado sejam persistentes e perturbem os fundamentos de longo prazo contidos na classificação.

Desta forma, entendemos que as Agências de Classificação de Risco desempenham um papel fundamental na manutenção de um mercado financeiro mais estável e saudável, aparecendo como uma solução privada que, no entanto, é endossada pelos órgãos públicos ao servir também de auxílio em medidas prudenciais como as que são adotadas pela SEC (*Securities and Exchange Commission*), reforçadas pela a NRSRO (*Nationally Recognized Statistical Rating Organization*), e, mais recentemente, pela ESMA (*European Securities and Market Authority*) e pela IOSCO (*International Organization of Securities Commissions*), mas também para a própria CVM.

## **1. CONSIDERAÇÕES SOBRE O ART. 14 NO ANEXO NORMATIVO II (SOBRE FIDCs):**

Nos chama especial atenção o inciso VI do art. 14 no anexo normativo II, que propõe a “*obrigatoriedade de obtenção de classificação de risco de crédito apenas para os FIDC destinados ao público em geral*”, portanto, segregando os Investidores em duas “classes”, os “Qualificados/Profissionais” e os denominados “Público em Geral”.

### **1.1 SOBRE “INVESTIDORES DO PÚBLICO EM GERAL”.**

Primeiramente, a segregação entre Investidores parece uma definição diversa da ideia de liberdade econômica que dá alicerce para essa proposta ao público, especialmente se levado em consideração o espírito da Lei, expresso no artigo 2º, inciso I, do capítulo I, que garante a liberdade no exercício das atividades econômicas, uma vez que os fundos direcionados à Investidores Qualificados/Profissionais não podem ser, ao mesmo tempo, destinados ao Público em Geral (Art. 15, inciso II da seção II da Audiência Pública), o que também é reforçado pelo disposto no artigo 4º, inciso I, do capítulo III da Lei de Liberdade Econômica, que estabelece como “abuso de poder regulatório” a criação de reservas de mercado ao favorecer um grupo econômico em detrimento de outro.

Além disso, chamamos atenção para itens que são definidos por suas nomenclaturas, e, que, portanto, não refletem seus reais riscos, excluindo esse público de uma parcela do mercado de FIDCs e, portanto, de boas oportunidades de investimento:

**NO INCISO II DO ART. 14 NO ANEXO II**, ao deixar a disposição do público mais amplo apenas as Cotas Sênior, levando em consideração sua prioridade de resgate e proteção adicional via subordinação, deixa-se de lado a oportunidade de fomentar o mercado e pulverizar os Investidores no que tange às Cotas Subordinadas Mezanino, uma vez que, dependendo da estruturação do fundo, elas podem ter maior proteção do que as Cotas Sênior, além de estarem vinculadas a uma melhor composição de carteira e gestão de riscos.

**O ITEM A DO INCISO V DO ART. 14 NO ANEXO II** veda a aquisição de Direitos Creditórios a performar, também com o entendimento de que esses ativos potencialmente securitizáveis são mais arriscados, negligenciando-se, por exemplo, títulos com lastro em empréstimos imobiliários com garantia real, e, que, com essa característica, apesar de seu caráter a performar, existe mitigadores parciais e/ou completos de perdas;

**O ART.16 NO ANEXO II**, onde *“não podem ser distribuídas junto ao público em geral cotas de FIC-FIDC cuja política de investimentos admita aplicações em classes de cotas cujas carteiras estejam expostas a direitos creditórios não-padronizados”*, que, assim como anteriormente dito, parte do pressuposto de que FIDCs não padronizados sejam mais arriscados, sendo que os riscos desses fundos dependem, em grande medida, do lastro, da composição da carteira e da gestão de riscos. Isso também responde ao questionamento feito ao ponto 6.1 do Anexo Normativo II a menção ao inciso II sobre a possibilidade de que, cumpridos determinados requisitos, precatórios federais não sejam considerados direitos creditórios não-padronizados.

Ainda, entende-se que **O ART. 97, DO CAPÍTULO X** da Audiência referida abre margem à interpretação de que, FIC-FIDCs à priori destinados ao público em geral possam adquirir cotas de FIDCs destinados a Investidores Qualificados/Profissionais, que, portanto, não possuíram classificação de risco emitido por parte terceira (sem vínculo com o Emissor e/ou com as operações-lastro). Tal possibilidade implicaria em uma transferência de riscos, sujeitando o Investidor “Público em Geral” à riscos por ele desconhecidos, principalmente quando as partes envolvidas na estruturação dos

fundos forem as mesmas, algo possível dentro do quadro regulamentar proposto (Suplemento G).

### **1.1.1 PRIMEIRA SUGESTÃO: ABERTURA DE MERCADO.**

Uma das sugestões parte do princípio de que o mercado se beneficiaria se não houvesse estas distinções entre Investidores e, no caso de mantê-las, que se partisse de critérios mais abrangentes, compreendendo mais do que nomenclaturas, e assim contemplando os reais riscos aos quais os investidores poderão estar expostos. Isso se refletiria em mais opções de investimentos para o Público em Geral, pulverização de Investidores do ponto de vista da captação de recursos e desenvolvimento do mercado secundário.

**Em resumo: A proposta é pela extinção da segregação entre Investidores “Qualificados/Profissionais” e “Público Geral” em favor de um mercado aberto a qualquer Investidor, desde que esses Investidores contem com devidos acessórios para tomada de decisão como um relatório de Classificação de Risco.**

### **1.1.2 SEGUNDA SUGESTÃO: COMPETIÇÃO NAS FONTES DE INFORMAÇÃO.**

**Essa sugestão, parte do princípio de que a informação é parte fundamental na dinâmica da tomada de decisão. Nesse sentido, vemos como muito importante o acesso a mais de uma fonte de informação (como a adoção de mais de uma classificação de risco) o que, por sua vez, está em sintonia o Inciso II do Art. 4º, do Capítulo III da Lei de Liberdade Econômica que estimula a entrada de novos competidores nacionais ou estrangeiros no mercado.**

Tal sugestão vai ao encontro, por exemplo, com as práticas regulamentares aplicadas pela ESMA que, por meio da lei nº 462/2013 do Parlamento Europeu, apesar de decidir pela retirada da menção à classificação de risco quando tal poderia induzir ao uso mecânico do rating (artigo 5b), implementa em contrapartida, **como medida prudencial, a obrigatoriedade da obtenção de duas classificações distintas quando da emissão de um rating, sendo que uma delas, necessariamente, deve ser de uma agência de classificação de risco local e devidamente registrada na ESMA (artigo 8c).**

De forma semelhante, a SEC tem se esforçado em descentralizar e estimular a competição no mercado de avaliação de risco, incentivando, desta maneira, a atividade das agências locais que possuem maior *expertise* em seus países de atuação e em nichos específicos. E, ainda nesse sentido, a IOSCO, organização cuja CVM é signatária desde 2009, recomenda a classificação de risco como informação-chave para os Investidores (FR14/13, de 2013). re implementando está sugestão o **Brasil se alinharia a pratica regulamentar da Union Europeia (EU) acima citada, em compliance com os acordos assinados pelo pais sobre homogeneização e reciprocidade de normas estabelecido com a EU e a ESMA**

## 1.2 SOBRE OS INVESTIDORES “QUALIFICADOS/PROFISSIONAIS”

Ao propor a “*obrigatoriedade de obtenção de classificação de risco de crédito apenas para os FIDC destinados ao público em geral*”, entende-se a desobrigação da classificação de risco de crédito para Investidores Qualificados/Profissionais. No entanto, esse inciso não leva em consideração os potenciais riscos ligados ao problema de agência entre Investidores e Emissores.

### 1.2.1 SOBRE OS PROBLEMAS DE AGÊNCIA ENTRE INVESTIDORES E EMISSORES

É importante frisar que as agências de rating têm exercido papel essencial na relação entre esses participantes, tendo em vista que os Emissores são remunerados para estabelecer a relação entre Credores e Devedores através de seus Produtos, sendo que essa remuneração não está necessariamente alinhada com a qualidade do lastro e com o desempenho das operações, e, conseqüentemente, com a rentabilidade dos Cotistas.

Isso pesa ainda mais quando se leva em consideração que os Emissores podem não possuir conexão direta com as operações, podendo contratar uma Consultora Especializada para Originação dos créditos, e estão mais focados em captar recursos para viabilizar o seu portfólio de produtos, o que pode potencializar os problemas de agência entre Investidores e Emissores, adicionando-se mais agentes dentro dessa relação cujo trabalho pode não ser exclusivo e/ou mesmo alinhado aos interesses dos Investidores.

Deve se ponderar também o fato de que, por questões estratégicas das operações, muitas informações fundamentais para compreender os riscos da estruturação podem

não ser fornecidas aos Investidores, e, que, por sua vez, geralmente, são facilmente acessíveis pelas agências de classificação de risco em decorrência da ausência de interesse nos negócios avaliados, o que garante o sigilo dos dados e inviabiliza o seu uso para além da classificação de risco.

Na nossa experiência, observamos que, atuando de maneira isenta de quaisquer interesses na estruturação dos produtos avaliados e com um trabalho de fato orientado para o Investidor, os ratings emitidos desde 2011 serviram não só como uma opinião de risco de crédito, mas também auxiliaram Emissores a identificarem falhas na estruturação e/ou mesmo inconsistências nas informações fornecidas pelas partes envolvidas, e, que, por sua vez, resultaram em melhoras significativas no Produto Ofertado assim como na qualidade dos dados e precisão dos principais indicadores de risco de crédito.

Destaca-se ainda que os Emissores possuem um viés estratégico e comercial sobre os produtos e serviços ofertados no mercado, enquanto as agências de rating possuem uma perspectiva focada para os riscos envolvidos em todas as instâncias dessas operações, e, que, podem estar fora do radar dos participantes da estruturação. Nesse sentido, é muito comum que os Emissores confundam boas rentabilidades com menor risco e, portanto, classifiquem seus produtos como menos arriscados do que de fato são.

Isso é percebido em *feedbacks* enviados pelos Gestores que utilizam esse argumento contra a classificação recebida, esquecendo que o rating é uma medida de risco de crédito e não de *performance*, sendo que esta é apenas mais um indicador entre tantos outros critérios integrados à avaliação, e, além disso, de menor peso, uma vez que rentabilidade passada não é garantia de rentabilidade futura.

Desse ponto de vista, é importante atentar para o fato de as classificações de risco de crédito não atuam como sugestão de investimento, de maneira que, do ponto de vista da rentabilidade das Cotas, um ativo classificado com CCC não é pior do que um ativo classificado com AAA, escala que indica somente a opinião de que um ativo envolve mais riscos do que o outro, colocando-se como mais um instrumento para o Investidor na tomada de decisão.

## 1.2.2. SOBRE A CONCENTRAÇÃO DE ATRIBUIÇÕES PARA A ADMINISTRADORA

Dentro do Suplemento F (e do G para o caso de FIC-FIDCs), a classificação de risco para Investidores Profissionais e Qualificados se limitaria àquela dada pela Administradora. É especialmente problemático o fato de que a Classificação de Risco empreendida pelos participantes não tenha qualquer diretriz metodológica apontada no documento, além de que devem ser atribuídas em uma escala entre 1 e 5, podendo ser feita de maneira mecânica e/ou mesmo arbitrária de acordo com os interesses do Emissor ou de outras partes envolvidas na captação de recursos.

Ademais, chama-se atenção para a ausência de exclusividade para produção de avaliações especializadas e monitoramentos de riscos por parte das Administradoras, que fornecem uma série de outros produtos e serviços, concentrando atribuições que podem ser conflitantes. Além disso, as Administradoras possuem limitações sistêmicas para gerarem informações necessárias para avaliação de risco, como o não reconhecimento de títulos pós-fixados como Direitos Creditórios, e, que por sua vez, são lançados na carteira diária como ativos financeiros de renda fixa, o que não permite a abertura da carteira e dos fluxos de liquidações, demanda pleiteada com grande esforço pelos analistas das Agências de Classificação de Risco, que conhecem as especificidades do lastro avaliado.

E, ainda nesse sentido, o manual de boas práticas da ESMA/2014/332 recomenda a não-concentração de responsabilidades, quando da formulação de produtos de finanças estruturadas, sobre um único ou limitado grupo de indivíduos. Ao contrário, propõe a entrada de partes terceiras, com experiência relevante, de forma a garantir maior independência e, conseqüentemente, veracidade e acurácia das informações apresentadas aos Investidores, exercendo papel de *due diligence* e reforçando assim os bons princípios de governança.

## 1.2.3 TERCEIRA SUGESTÃO: PRINCÍPIOS DE GOVERNANÇA E REDUÇÃO DOS CUSTOS DE TRANSAÇÃO.

**Com as questões apontadas acerca dos conflitos de interesse entre Investidores e Emissores assim como a concentração de atribuições para a Administradora, sugere-se a manutenção de obrigatoriedade de classificação de risco para os**

## **Investidores Qualificados/Profissionais, mesmo que mantida a segregação já referida entre Investidores.**

Tendo em vista que, mesmo que Investidor tenha acesso às informações referentes aos seus investimentos, ele não dispõe de informações sobre produtos e carteiras similares, insumos de grande relevância para uma classificação de risco mais acurada, garantindo uma visão mais sistêmica através de método comparativo, o que se constitui como um custo de processamento e monitoramento de dados, e, que apesar de não explicitado nos relatórios de rating, por uma questão de segurança e privacidade de dados, é parte fundamental da precificação de risco desenvolvido pelas Agências de Rating.

Além disso, as Agências de Classificação de Risco, apesar de contratadas pelo Emissor, possuem experiência, metodologias próprias e abertas ao público, com indicadores quantitativos e qualitativos, mão-de-obra altamente qualificada, economias de escala no recolhimento e processamento das informações, e, conseqüentemente, menores custos operacionais para desenvolver as classificações, além de mecanismos internos e externos para mitigar potenciais conflitos Agência-Emissor.

Com isso em vista, questionamos quais os ganhos da não-obrigatoriedade da classificação de risco de crédito para Investidores Qualificados e Profissionais? Sendo que as classificações de risco sempre foram orientadas para Investidores, [a] minimizando os problemas de assimetria de informação entre Investidores-Intermediários-Devedores; [b] emitindo uma opinião altamente especializada sobre os riscos de crédito dos ativos, sem, no entanto, sugerir investimento; [c] auxiliando na coordenação de expectativas, e, conseqüentemente, reduzindo os custos de recomposição de portfólio a cada ruído de mercado; [iv] reduzindo os custos de captação, processamento e monitoramento de informações; e [v] mesmo servindo de aliadas as políticas prudenciais.

## **OUTRAS SUGESTÕES**

### **QUARTA SUGESTÃO AO INCISO II DO ART. 14 NO ANEXO II,**

Que se permita ao Público em Geral a aquisição de cotas mezanino, com os devidos filtros de verificação do risco apresentado por este ativo, considerando sua prioridade

de resgate e proteção adicional via subordinação uma vez que, dependendo da estruturação do fundo, elas podem ter maior proteção do que as Cotas Sênior de outros FIDC com menor subordinação

#### **QUINTA SUGESTÃO . AO ITEM A DO INCISO V DO ART. 14 NO ANEXO II**

Que se permita a aquisição de Direitos Creditórios a performar por FIDC, destinados ao Público em Geral,

com o entendimento de que esses ativos potencialmente securitizáveis não são necessariamente mais arriscados que outros títulos adquiridos por FIDCs. Está vedação negligencia por exemplo, que carteiras com lastro em empréstimos imobiliários com garantia real, que em princípio seriam a performar , carregam mitigadores relevantes de perdas em muitos maiores que outros ativos. De forma geral este tipo de ativo é menos arriscado que maior parte dos títulos de crédito securitizados em FIDC.

Similarmente, e a título de exemplo, um contrato a performar entre duas partes com baixo perfil de risco securitizado através de um FIDC contaria com o perfil de risco dessas partes envolvidas. Aqui ressaltamos que a classificação dos ativos seja para Investidor Profissional ou Público em geral, seja feita observando seu perfil de risco e não sua nomenclatura.

#### **CONSIDERAÇÕES FINAIS**

Por fim, é relevante levar em consideração o ambiente econômico e financeiro cada vez mais desafiador, que, além de seus aspectos intrínsecos, como a inovação e complexidade dos produtos criados e oferecidos ao mercado cotidianamente e maior integração com os mercados internacionais, o que exige uma visão mais sistêmica de seus riscos, também tem sido amplamente influenciado por questões fora de sua alçada – tais como as epidemiológicas, climáticas e políticas – o que demanda uma visão mais interdisciplinar.

Todavia, cabe dizer que os desafios estão sendo incorporados de maneira técnica, ética e responsável em suas metodologias pelas agências de classificação de risco, de modo que as experiências dessas empresas, nacionais e internacionais, presentes nos

mercados de capitais desde o início do século XX, não podem ser negligenciadas e/ou facilmente substituídas.

Dito isto, aqui apresentamos uma visão geral sobre a proposta e sobre como a entendemos, percebendo principalmente a falta de atenção aos problemas de assimetria de informação, que estão no núcleo dos mercados de capitais e de crédito, e, conseqüentemente, se refletindo na percepção e gestão de riscos, e nos deixamos a disposição para qualquer esclarecimento que se faça necessário.

Cordialmente,

Liberum Ratings Serviços Financeiros LTDA.