

**Por e-mail**

15 de abril de 2021

Sr. Marcelo Barbosa  
Presidente  
Comissão de Valores Mobiliários

**RESPOSTA À AUDIÊNCIA PÚBLICA SDM Nº 08/20 SOBRE FUNDOS DE INVESTIMENTO**

A Moody's América Latina Ltda. ("MIS") deseja agradecer à Comissão de Valores Mobiliários (CVM) pela oportunidade de comentar sobre a Audiência Pública SDM nº 08/20 referente ao desenvolvimento de uma nova estrutura regulatória para, dentre outros aspectos, a constituição, o funcionamento e a divulgação de informações dos fundos de investimento ("Regulamentação Proposta").

Como expressamos no passado, apoiamos estruturas regulatórias para a supervisão dos mercados de valores mobiliários que sejam consistentes com a prática internacional e o papel limitado, mas importante, que as agências de classificação de risco de crédito ("Agências") desempenham nesses mercados.<sup>1</sup> Observamos que, em abril de 2012, a CVM adotou um arcabouço regulatório especificamente adaptado para as Agências que se alinha com esses objetivos (conforme alterado, as "Normas das Agências").<sup>2</sup> Estamos preocupados, entretanto, que as seguintes disposições do Artigo 82 da Regulamentação Proposta criem obrigações adicionais para as Agências que não atinjam o referido alinhamento:

---

<sup>1</sup> Vide a Declaração de Princípios Relativa às Atividades das Agências de Classificação de Risco de Crédito e os Fundamentos do Código de Conduta das Agências de Classificação de Risco de Crédito ("Código IOSCO") publicados pela Organização Internacional das Comissões de Valores Mobiliários (IOSCO).

<sup>2</sup> Vide o Aviso de Audiência Pública da CVM - SDM nº 16/11, de 22 de dezembro de 2011; e a Instrução CVM nº 521, de 25 de abril de 2012, sobre atividades de rating de crédito no mercado de valores mobiliários do Brasil, conforme alterada pelas Instruções CVM nº 605/19 e 609/19. A Instrução CVM nº 521 foi substituída pela Resolução CVM nº 9, de 27 de outubro de 2020, que entrou em vigor em 1º de dezembro de 2020.

- Artigo 82, Item I: A exigência de que um contrato de classificação de risco de crédito assinado por um fundo de investimento inclua a obrigação da Agência de divulgar “imediatamente” qualquer alteração na classificação de risco de crédito do fundo de investimento;
- Artigo 82, Item I: A exigência de que o contrato de classificação de risco de crédito assinado por um fundo de investimento inclua a obrigação da Agência de notificar a CVM sobre qualquer alteração na classificação de risco de crédito do fundo de investimento ou rescisão do contrato; e
- Artigo 82, parágrafo único: A exigência de que a rescisão do contrato de classificação de risco de crédito de um fundo de investimento se torne eficaz somente após o decurso de um período de carência de 180 dias, após o qual passaria a ser obrigatória a apresentação de um relatório final de classificação de risco de crédito preparado pela Agência.

A MIS está particularmente preocupada que essas disposições possam ter, se adotadas, um efeito negativo sobre a capacidade das Agências no Brasil de cumprir adequadamente seu papel nos mercados de valores mobiliários, sobretudo em decorrência do seguinte:

- *Potenciais conflitos de leis*: Existem conflitos potenciais de lei e/ou ausência de coerência entre as disposições do Artigo 82 da Regulamentação Proposta aplicáveis às Agências (relativas a divulgação imediata das classificações de risco de crédito, a comunicação à CVM da rescisão do contrato e ao monitoramento das classificações), e as disposições equivalentes do atual marco regulatório brasileiro para Agências e outros participantes do mercado de valores mobiliários. Tais conflitos potenciais e/ou ausência de consistência poderiam levar a uma complexidade regulatória desnecessária e/ou incerteza em detrimento do mercado;
- *Aumento de ônus operacional e de compliance*: As disposições do Artigo 82 da Regulamentação Proposta aplicáveis às Agências (relativas a divulgação das classificações de risco de crédito, a comunicação à CVM da rescisão do contrato e ao monitoramento das classificações) aumentariam desnecessariamente o ônus operacional e de *compliance* imposto às Agências, sem benefícios identificáveis no mercado;
- *Enfraquecimento da transparência e da qualidade da divulgação das classificações de risco de crédito*: O requisito de divulgação “imediate” da classificação de risco de crédito inserido no Artigo 82 da Regulamentação Proposta limitaria a capacidade de uma Agência comunicar ao fundo sobre as informações críticas e considerações principais nas quais a classificação de risco de crédito se baseia, antes de sua divulgação. Isto, por sua vez, limitaria a

oportunidade do fundo de esclarecer erros fáticos, omissões ou percepções equivocadas. Essas circunstâncias prejudicariam a transparência e a qualidade da divulgação das classificações de risco de crédito, em detrimento do mercado; e

- *Enfraquecimento da independência, integridade e qualidade do processo de classificação de risco de crédito:* As disposições do Artigo 82 da Regulamentação Proposta relativas à exigência de que as Agências comuniquem à CVM qualquer rescisão do contrato de classificação de risco de crédito e monitorem as classificações por um período de até 180 (cento e oitenta) dias após o recebimento da solicitação de rescisão poderiam restringir desnecessariamente a capacidade das Agências de determinar quando e se devem retirar uma classificação de risco de crédito e poderiam deixar uma classificação potencialmente enganosa no mercado. Tais circunstâncias prejudicariam a independência, integridade e qualidade do processo de classificação de risco de crédito em detrimento do mercado.

Para atender às preocupações acima, recomendamos (i) a eliminação do Artigo 82, Item 1 e seu parágrafo único da Regulamentação Proposta para assegurar a aplicação consistente das atuais Normas das Agências às classificações de todas as classes de ativos, incluindo fundos de investimento, ou (ii) a alteração da Regulamentação Proposta para mitigar os referidos riscos e preocupações. Buscando uma colaboração construtiva, no Anexo I deste documento, fornecemos uma descrição mais detalhada das nossas principais preocupações regulatórias e propomos revisões específicas ao Artigo 82.

\*\*\*

Agradecemos antecipadamente por considerarem nossos comentários e permanecemos ao inteiro dispor para discutir nossos pontos de vista com V.Sa., de acordo com sua conveniência.

Atenciosamente,

/s/ Bernardo Coindreau  
VP – Senior Regulatory Officer  
Assuntos Públicos e Governamentais

Anexo

**AUDIÊNCIA PÚBLICA SDM Nº 08/20**  
**Principais Preocupações Regulatórias**

**1. Presença de potenciais conflitos de leis e ausência de consistência regulatória**

A seção de Introdução da audiência pública estabelece que o “objetivo da Regulamentação Proposta é modernizar a regulamentação dos fundos de investimento brasileiros”. Apesar deste objetivo restrito, algumas disposições da Regulamentação Proposta se referem - e teriam um efeito direto sobre - as operações das Agências. Observamos que as Agências e os fundos de investimento têm funções fundamentalmente diferentes no mercado e, portanto, justificam marcos regulatórios especificamente adaptados a cada um deles. A esse respeito, a CVM tem adotado, separadamente, Normas das Agências especificamente adaptadas para elas e aplicáveis à classificação de risco de crédito de todas as classes de ativos. Estamos preocupados, no entanto, que a incorporação de disposições relacionadas às Agências no Artigo 82 da Regulamentação Proposta conduza a um desalinhamento com as Normas das Agências atuais e as regulamentações de outros participantes do mercado de valores mobiliários. Isto, por sua vez, levará a uma complexidade regulatória desnecessária e/ou incerteza, em detrimento do mercado.

Estamos particularmente preocupados com o Artigo 82, item I da Regulamentação Proposta que, se adotado, exigiria que uma Agência:

- A. Divulgue “imediatamente” qualquer alteração na classificação de risco de crédito de um fundo de investimento. Observamos que as atuais Normas das Agências já exigem que as Agências divulguem ao público as alterações na classificação de risco de crédito, mas essa divulgação não é exigida imediatamente.<sup>3</sup> Ao contrário, as Normas das Agências atuais dão às Agências a oportunidade de comunicar uma classificação de risco de crédito a um emissor antes de sua publicação - dando efetivamente ao emissor uma oportunidade de esclarecer quaisquer erros fáticos, omissões ou percepções equivocadas.<sup>4</sup> Além disso, as atuais Normas das Agências exigem que o código de conduta das Agências siga as práticas internacionais estabelecidas no Código IOSCO. A Disposição 3.9 do Código IOSCO também prevê que às Agências devem conceder ao devedor – sempre que viável e adequado – a oportunidade de esclarecer erros fáticos, omissões ou percepções equivocadas antes da divulgação de uma classificação de risco de crédito (conforme descrito mais adiante na seção 3 abaixo).<sup>5</sup> Dessa forma, a exigência de divulgar “imediatamente” uma classificação de risco de crédito pode entrar em conflito com as Normas das Agências atuais e levar a uma incerteza regulatória

---

<sup>3</sup> Vide Artigo 12, item VI das Normas das Agências.

<sup>4</sup> Vide Artigo 16, item IX das Normas das Agências.

<sup>5</sup> Vide Artigo 20, parágrafo único das Normas das Agências.

desnecessária. Portanto, recomendamos eliminar essa exigência conforme descrito abaixo; e

- B. Comunique à CVM qualquer alteração na classificação de risco de crédito de um fundo de investimento. Esta exigência é inconsistente ou redundante com as atuais Normas das Agências e outras regulamentações brasileiras sobre outros participantes do mercados de valores mobiliários.

Observamos, por exemplo, que de acordo com o Artigo 12, item VI das Normas das Agências, as Agências já são obrigadas a divulgar seus relatórios de classificação de risco de crédito e eventuais atualizações na página web da Agência, mas não há a obrigação da Agência de comunicá-los diretamente à CVM. Além disso, o Artigo 14 das Normas das Agências, que estabelece os fatos subsequentes que as Agências são obrigadas a comunicar à CVM, não inclui alterações de classificação como parte desta obrigação (a menos que essas alterações de classificação decorram de uma alteração de metodologia de acordo com o Artigo 30 das Normas das Agências). Outrossim, o Artigo 46 da Instrução CVM 356 (atual regulamentação dos fundos de investimento em direitos creditórios ou FIDCs) torna o administrador do fundo diretamente responsável pela divulgação à CVM de qualquer alteração na classificação de risco de crédito de suas cotas. Da mesma forma, a Instrução 480 da CVM (regulamentação dos emissores de valores mobiliários) torna os emissores diretamente responsáveis por essa comunicação. Como descrito abaixo, não há benefícios identificáveis no mercado em mudar esta prática e aumentar o ônus operacional e de *compliance* imposto às Agências.

- C. Comunique à CVM a rescisão do contrato de classificação de risco de crédito assinado pelo fundo. Esta exigência é redundante com as atuais Normas das Agências. Observamos que o Artigo 14, item II das Normas das Agências já exige que as Agências comuniquem à CVM uma decisão de suspender o monitoramento de uma classificação de risco de crédito, o que implicitamente inclui a obrigação de notificar a retirada de uma classificação de risco de crédito e a rescisão de um contrato de classificação de risco de crédito.

As disposições referidas destacam o desalinhamento entre as regras de divulgação de informação contempladas pelo Artigo 82 da Regulamentação Proposta, as Normas das Agências e as regulamentações de outros participantes do mercado de valores mobiliários. Esse desalinhamento pode levar a uma complexidade regulatória desnecessária e/ou incerteza, em detrimento do mercado. Recomendamos, portanto, eliminar as obrigações de divulgação de informação das Agências propostas na Regulamentação Proposta (conforme abaixo descrito), mantendo a obrigação dos administradores de fundos de comunicar à CVM qualquer alteração na classificação de risco de crédito de acordo com a regulamentação e prática atual do mercado.

## **2. Aumento de ônus operacional e de *compliance* sem benefícios identificáveis no mercado**

O Artigo 82 da Regulamentação Proposta estipularia novas obrigações para as Agências de divulgação, manutenção e monitoramento de classificações de risco de crédito que se aplicariam apenas à classificação dos fundos de investimento. A adoção dessas exigências sem (i) identificar benefícios específicos para o mercado, e/ou (ii) considerar as atuais Normas das Agências - que foram projetadas especificamente para elas e para a classificação de todas as classes de ativos - aumentaria injustificadamente o ônus operacional e de *compliance* imposto às Agências. Por exemplo, as Agências poderiam ter de adotar processos e controles diferenciados para a classificação dos fundos de investimento e de outras classes de ativos, o que aumentaria injustificadamente seu custo operacional. Observamos que as Normas das Agências do Brasil foram recentemente atualizadas pela CVM através da Resolução nº 9/20 (em vigor desde 1º de dezembro de 2020) e não foram contemplados na época quaisquer novos requisitos de divulgação, manutenção e monitoramento de classificações com relação à classificação de quaisquer classes de ativos. Recomendamos, portanto, a eliminação das referidas exigências da Regulamentação Proposta (conforme abaixo descrito), garantindo a aplicação consistente das atuais Normas das Agências a todas as classes de ativos, incluindo os fundos de investimento. Esta recomendação está alinhada com o objetivo e o escopo do Projeto Estratégico de Redução de Custo de Observância Regulatória da CVM.<sup>6</sup>

## **3. Enfraquecimento da transparência e da qualidade da divulgação das classificações de risco de crédito**

Proporcionar transparência e preservar a qualidade da divulgação das classificações de risco de crédito estão no centro dos princípios internacionais relativos às atividades das Agências. Estamos preocupados, entretanto, que o Artigo 82, item I da Regulamentação Proposta exija a divulgação “imediate” de qualquer alteração na classificação de um fundo de investimento sem aviso prévio ao fundo, o que poderia limitar significativamente a oportunidade de o fundo (i) esclarecer quaisquer erros fáticos, omissões ou percepções equivocadas que considere relevantes para a emissão de uma classificação de risco de crédito bem informada, ou (ii) confirmar que nenhuma informação confidencial está incluída no relatório de classificação. Observamos que a prática internacional exige que uma Agência divulgue uma classificação de risco de crédito tão logo seja possível - mas não imediatamente - após a conclusão das ações de classificação de risco de crédito pertinentes.<sup>7</sup> Além disso, a prática internacional exige que uma Agência, sempre que viável e adequado, comunique ao devedor de uma obrigação classificada as informações críticas e considerações principais nas quais a classificação de risco de crédito se baseia antes de divulgá-la, dando, portanto, ao devedor a oportunidade de esclarecer erros fáticos, omissões ou percepções equivocadas.<sup>8</sup> Impor uma obrigação às Agências de divulgar “imediate” qualquer alteração na classificação de risco de crédito de um fundo de investimento limitaria significativamente a oportunidade dos fundos de fornecer esclarecimentos e prejudicaria a transparência e a qualidade da divulgação das classificações de risco

---

<sup>6</sup> <https://www.gov.br/cvm/pt-br/assuntos/normas/custo-de-observancia>

<sup>7</sup> Vide Disposição 3.10 do Código IOSCO.

<sup>8</sup> Vide Disposição 3.9 do Código IOSCO.

de crédito em detrimento do mercado. Portanto, recomendamos a eliminação desta exigência, conforme abaixo descrito.

#### **4. Enfraquecimento da independência, integridade e qualidade do processo de classificação de risco de crédito**

Outro princípio internacional fundamental relativo às atividades das Agências é a preservação da independência, integridade e qualidade do processo de classificação de risco de crédito.<sup>9</sup> Preocupamos, no entanto, que este princípio seja impactado pelo disposto no parágrafo único do Artigo 82 da Regulamentação Proposta, que prevê que um contrato de classificação de risco de crédito não pode ser rescindido até a término de um período de carência de 180 dias, após o qual passa a ser obrigatória a apresentação de um relatório final de classificação de risco de crédito elaborado pela Agência. O amplo escopo desta disposição poderia ser interpretado como aplicável a todas as rescisões, inclusive aquelas iniciadas por uma Agência, o que prejudicaria o referido princípio básico de classificação.

Observamos em particular que, de acordo com a prática internacional, "*[a]o decidir sobre a emissão de uma classificação de risco de crédito para uma entidade ou obrigação, a Agência deve avaliar se é capaz de dedicar um número suficiente de analistas com as habilidades necessárias para preparar classificações de risco de crédito de alta qualidade, e se os analistas terão acesso a informações suficientes para tanto*".<sup>10</sup> Além disso, uma vez publicada a classificação de risco de crédito, a Agência deve monitorar a classificação e praticar ações de classificação de risco de crédito (incluindo o seu retiro) oportunamente, com base nos resultados de sua análise.<sup>11</sup> As amplas limitações da Regulamentação Proposta sobre a rescisão de um contrato de classificação poderiam, entretanto, ser interpretadas como uma restrição à capacidade de uma Agência de retirar uma classificação de risco de crédito por qualquer das razões acima expostas (por exemplo, devido à falta de informações suficientes para emitir ou preparar uma classificação de risco de crédito de alta qualidade) e poderiam deixar uma classificação potencialmente enganosa no mercado. Tais circunstâncias prejudicariam substancialmente a independência, integridade e qualidade do processo de classificação de risco de crédito, em detrimento do mercado.

Finalmente, observamos que de entre as jurisdições latino-americanas onde as afiliadas da Moody's estão registradas como Agências locais, somente a Bolívia tem adotado um arcabouço regulatório que requer o monitoramento das classificações de risco de crédito após um pedido de rescisão do contrato de classificação de risco de crédito. Entretanto, as disposições aplicáveis da regulamentação boliviana, aplicam-se apenas às rescisões iniciadas pela entidade ou devedor classificado - como uma medida destinada a mitigar o risco de "*rating shopping*". Essa situação é distinta da rescisão de um contrato de classificação de risco de crédito pela Agência por falta de

---

<sup>9</sup> Vide Princípio 2 dos Princípios IOSCO, declarando "as decisões de classificação da Agência devem ser independentes e livres de pressões políticas ou econômicas [ . . . ]"; e a Disposição 2.1 do Código IOSCO, que prevê que "[a] Agência não deve atrasar ou abster-se de tomar uma ação de classificação de risco de crédito com base no efeito potencial (econômico, político ou outro) da ação sobre a Agência, uma entidade classificada, um devedor, um originador, um subscritor, um coordenador, um investidor ou outro participante do mercado".

<sup>10</sup> Vide Disposição 1.11 do Código IOSCO.

<sup>11</sup> Vide Disposição 1.15 do Código IOSCO.

informação suficiente ou de outra forma. Assim, os requisitos de monitoramento de classificação de risco de crédito após a rescisão do contrato inseridas no Artigo 82 da Regulamentação Proposta, se adotados, seriam um desvio da prática regulatória atual na região.

Recomendamos, portanto, a exclusão das rescisões solicitadas pelas Agências do escopo do Artigo 82 da Regulamentação Proposta, conforme abaixo descrito.

### **Solução Proposta**

Para atender às preocupações regulatórias descritas acima, recomendamos (i) a eliminação do Artigo 82, Item 1 e seu parágrafo único da Regulamentação Proposta e assegurar a aplicação consistente das atuais Normas das Agências a todas as classes de ativos, incluindo fundos de investimento, ou (ii) a alteração da Regulamentação Proposta para buscar um alinhamento mais próximo com as Normas das Agências atuais, as regulamentações de outros participantes do mercado de valores mobiliários e as práticas internacionais, conforme segue:

*Art. 82. Caso o fundo contrate agência de classificação de risco de crédito:*

*I – o contrato deve conter cláusula obrigando a agência de classificação de risco de crédito a divulgar, ~~imediatamente, sem demora injustificada~~, em sua página na rede mundial de computadores e comunicar ~~à CVM e ao administrador~~ qualquer alteração da classificação, ou rescisão do contrato;*

*II - na hipótese de que trata o inciso I, o administrador deve, imediatamente, divulgar fato relevante ao mercado (incluindo qualquer alteração da classificação de risco de crédito ou a rescisão do contrato); e*

*III - as informações fornecidas à agência de classificação de risco de crédito devem abranger, no mínimo, aquelas fornecidas aos cotistas.*

*Parágrafo único. A rescisão solicitada ou iniciada pelo fundo ou por qualquer representante ou pessoa agindo em nome do fundo, do contrato firmado com agência de classificação de risco de crédito somente é admitida mediante a observância de período de carência de 180 (cento e oitenta) dias, sendo obrigatória a apresentação pelo fundo à CVM, ao final desse período, de relatório de classificação de risco elaborado pela mesma agência.*