



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

TERMO DE RETIFICAÇÃO

Memorando nº 10/2019-CVM/SIN/GIES

Rio de Janeiro, 02 de julho de 2019.

Ao SGE,

Assunto: Weel FIDC NP - pedido de dispensa do cumprimento do art. 3º, III, e art. 38, VII, ambos da Instrução CVM nº 356

1. Trata-se do pedido de dispensa apresentado pela Vortex DTVM Ltda., na qualidade de administradora e custodiante ("Requerente", "Administradora" ou "Vortex") do Weel Fundo de Investimentos em Direitos Creditórios Não Padronizados ("Fundo" ou "FIDC NP Weel"), analisado por esta área técnica no âmbito do processo nº 19957.005955/2019-09.

2. Em 17/5/2019, a Requerente solicitou a dispensa de observância do disposto no art. 3º, III, e art. 38, VII, ambos da Instrução CVM nº 356/01 ("ICVM 356"), reproduzidos a seguir:

Art. 3º Os fundos regulados por esta instrução terão as seguintes características:

...

III - cada classe ou série de cotas de sua emissão destinada à colocação pública deve ser classificada por agência classificadora de risco em funcionamento no País.

Art. 38 O custodiante é responsável pelas seguintes atividades:

...

VII - cobrar e receber, em nome do fundo, pagamentos, resgate de títulos ou qualquer outra renda relativa aos títulos custodiados, depositando os valores recebidos diretamente em:

a) conta de titularidade do fundo; ou

b) conta especial instituída pelas partes junto a instituições financeiras, sob contrato, destinada a acolher depósitos a serem feitos pelo devedor e ali mantidos em custódia, para liberação após o cumprimento de requisitos especificados e verificados pelo custodiante (escrow account)."

3. A Administradora requer a dispensa para que, (a) no pagamento dos direitos creditórios cedidos ao Fundo, os recursos sejam depositados diretamente pelos sacados/devedores em conta de livre movimentação de titularidade da cedente, que se obrigará previamente a transferir os recursos ao Fundo; e (b) que as cotas de classe subordinadas do Fundo não sejam classificadas por agência

classificadora de risco de crédito.

4. O FIDC NP Weel tem como objetivo adquirir direitos creditórios performados de empresas de pequeno e médio porte, com coobrigação integral de cada respectivo cedente, em operações multicedente e multissacado, prospectados e operacionalizados por meio de plataformas digitais acessíveis pela internet ou em sistema de gestão empresarial, ou seja, de forma totalmente digital.

5. Para tanto, bastará que a cedente indique quais direitos creditórios elegíveis pretende ceder, concorde com a taxa de desconto proposta, dinâmicas e individualizadas, e celebre eletronicamente um termo de cessão. Os direitos creditórios serão representados, em sua totalidade, por notas fiscais eletrônicas que lhe servem de lastro.

6. Os principais prestadores de serviço do Fundo são a Vortex, administradora e custodiante, a Fraklim Templeton Investimentos (Brasil) Ltda. ("Fraklim Templeton") e Votorantim Asset Management DTVM Ltda. ("Votorantim"), gestoras da carteira, e Weel BSD Fomento Mercantil Ltda. ("Weel Fomento" ou "Consultora Especializada"), consultora especializada e agente de cobrança. Nesse sentido, a distribuição será feita nos termos da ICVM 476 e os cotistas do Fundo serão todos profissionais. O Banco Votorantim, controlador da Votorantim Asset, será o cotista sênior único e o Banco Votorantim, Weel e Franklin Templeton figurarão como cotistas subordinados.

7. Segundo a Requerente, não será permitida, em nenhuma hipótese, a negociação de cotas seniores em mercado secundário, e as cotas subordinadas somente poderão ser negociadas entre os próprios cotistas iniciais (Banco Votorantim, Weel e Franklin Templeton).

8. A Administradora assevera que realizará uma análise criteriosa dos cedentes e devedores, de acordo com parâmetros previamente definidos; que os devedores serão empresas de grande porte com alguma relação com o Banco Votorantim; e haverá um incentivo para que os cedentes realizem os repasses relativos aos direitos creditórios cedidos ao Fundo, sob pena de ficarem impossibilitados de ceder mais direitos creditórios.

I - Fundamentos da Requerente para o pedido de dispensa

9. A Vortex fundamentou o pedido de dispensa destacando que, sendo o Fundo um FIDC-NP, regido pela Instrução CVM nº 444/06 ("ICVM 444"), e destinado a investidores profissionais, não está imprescindivelmente sujeito a todos os requisitos previstos na ICVM 356, uma vez que o art. 9º da ICVM 444 prevê que a CVM poderá *"a seu critério e sempre observados o interesse público, a adequada informação e a proteção ao investidor, autorizar procedimentos específicos e dispensar o cumprimento de dispositivos da Instrução CVM nº 356/01, para os fundos registrados na forma desta Instrução"*.

10. Conforme destaca a Requerente, na Reunião do Colegiado de 16/2/16, que apreciou reconsideração em pedido de dispensa formulado pelo administrador de um FIDC-NP, o Diretor relator do processo, Pablo Renteria, salientou que a ICVM 444 foi editada justamente com o fito de submeter tais fundos a tratamento regulatório distinto daquele conferido aos FIDC em geral, uma vez que a norma acabou *"(i) restringindo o público investidor apto a adquirir tais cotas, tendo em vista os riscos presentes nesse tipo de investimento, mas (ii) estabelecendo regramento mais flexível, em reconhecimento às especificidades dos créditos não padronizados e à diversidade de situações em que esses fundos podem ser utilizados"*.

11. Relembrem, nesse contexto, que *"o Colegiado, com fulcro no art. 9º da*

Instrução 444, já dispensou regras previstas na Instrução 356 em favor de FIDC-NP exclusivos, desde que preenchidas, no caso concreto, duas condições: (i) pleno conhecimento, pelo único investidor, dos investimentos e condições de funcionamento do fundo; e (b) vedação à negociação de cotas no mercado secundário".

12. Naquele caso concreto o Fundo seria destinado a um único cotista qualificado, que também é a consultora especializada do Fundo, e *"não haveria qualquer prejuízo ao interesse público, à adequada informação e à proteção do investidor, haja vista o conhecimento, pela cotista única, dos investimentos e condições de funcionamento do Fundo, e a vedação à negociação das cotas no mercado secundário"*.

13. Assim, a Administradora argumenta que estariam presentes no caso em apreço as condições que a CVM vem exigindo para dispensar o FIDC-NP de cumprir requisitos normativos da ICVM 356, a saber: (i) investimento destinado a investidores profissionais que visam obter recursos para um grupo restrito de cotistas (no caso, com o Banco Votorantim como cotista sênior único e subordinados o próprio Banco, a Franklin Templeton, a Weel Fomento e seus veículos de investimento; e (ii) a vedação à negociação de cotas no mercado secundário.

14. A Administradora esclarece que os direitos creditórios serão prospectados e operacionalizados por intermédio de sistemas de crédito, que operariam por meio de algoritmos, ou seja, sem "interferência humana no processo de escolha dos direitos e definição da taxa de desconto". A contratação da cessão também ocorre por meio dos sistemas de crédito que, além da plataforma própria na internet, pode vir integrada aos ERP ou sistemas de gestão empresarial dos cedentes. Os sistemas estarão integrados à plataforma de certos ERP e oferecerão aos usuários, cedentes, a possibilidade de cessão de créditos "totalmente digital", e que poderia ser utilizado por pequenas e médias empresas de qualquer parte do Brasil.

15. Na estrutura do Fundo, a dificuldade no cumprimento do art. 38, VII da ICVM 356, para o qual a Requerente pretende a dispensa, vem do fato de que a Weel fomento seria uma "fintech", que opera na prática como uma *factoring* com a figura de alguns devedores, usualmente empresas de grande porte, e como cedentes, pequenas e médias empresas mais pulverizadas.

16. A Administradora alega que as cedentes não têm poder de fazer com que os sacados - de grande porte - alterem o meio de pagamento dos direitos creditórios por inúmeras razões de *compliance* e de caráter operacional, pois a obrigatoriedade de pagamento para um terceiro alteraria a operação destes devedores, que não aceitariam "este procedimento", pois não aceitam alterar o domicílio bancário de pagamento para a conta do fundo, devido as suas "políticas e burocracias internas". Ainda, a criação de uma conta *escrow* para cada cedente tonaria *"o processo muito mais demorado, caro e burocrático"*, o que deixaria a operação inviável.

17. Ou seja, o que a Requerente pretende é que os direitos creditórios sejam cedidos por cada cedente diretamente ao Fundo, que por sua vez emitiria um boleto registrado contra a respectiva cedente para o próprio dia ou dia seguinte do vencimento original do direito creditório devido pelo sacado. A cedente se obrigaria a transferir os recursos ao Fundo decorrentes da liquidação dos créditos cedidos e forneceria ao custodiante as informações relativas ao fluxo de pagamento, de modo a permitir o acompanhamento do portfólio.

18. Deste modo, caberia ao custodiante tão somente efetuar a conciliação dos direitos creditórios, inclusive mediante a posse da informação dada pelo cedente de quais direitos creditórios foram ou não liquidados.

19. A Requerente alega que o pagamento do direito creditório será realizado diretamente pelo devedor na conta de cedente, que se obrigou, expressamente, por mecanismos já descritos, a repassar os recursos ao Fundo, com isso mitigando o risco de fungibilidade que a norma visa inibir.

20. Segundo a petição, o Regulamento do Fundo prevê os riscos decorrentes da mecânica de cobrança e recebimento ordinário dos direitos creditórios pelo Fundo, e a assinatura do termo de adesão assegura que estes investidores estão dispostos a assumir tais riscos. Ainda que, por ser um veículo Não-Padronizado, por definição o fundo já tenha por objetivo realizar investimentos de perfil mais arriscados e sofisticados.

21. Segue sua justificativa com a observação de que o art. 38, VII, seria bastante onerosa, em medida que inviabilizaria a operação do Fundo.

22. A Administradora apresenta ao final um parecer do escritório Yazbek Advogados com a análise de que seria possível a concessão do pedido de dispensa, pois, resumidamente, em adição ao alegado pela Vortex:

1. trata-se (a Weel) de uma plataforma amigável e integrada, que permite a liberação dos recursos em até 30 min para o cedente, diferentemente de uma *factoring* tradicional;
2. é inviável a troca do domicílio bancário para o pagamento diretamente no Fundo, já que são devedores de grande porte e que possuem governança interna que não permite pagamento em conta diferente da pactuada;
3. o custo e a burocratização da criação de uma conta *escrow* para pequenos e médios cedentes seriam altos; e
4. o fato de haver uma análise prévia dos cedentes pela Weel, de acordo com os critérios estabelecidos pelos gestores, ao lado da avaliação da situação dos devedores pelo Banco Votorantim, e a seleção final dos ativos pela Franklin Templeton com o auxílio do custodiante no que se refere à verificação dos critérios de elegibilidade, dá aos cotistas a segurança que eles consideram adequada;
5. a ICVM 531 que alterou a ICVM 356 e dispõe sobre a atual redação do art. 38 teve como intuito proteger o investidor com o pressuposto de que existam investidores a serem tutelados, o que não está presente no caso;
6. a vedação à negociação das cotas em mercado secundário das cotas seniores e a vedação à negociação para terceiros da subordinada impediriam que a dispensa cause prejuízo ou danos ao mercado em geral;
7. o custodiante terá a prerrogativa de fazer a conciliação de forma independente, mediante a informação dos cedentes sobre quais direitos creditórios cedidos foram ou não liquidados;
8. a não concessão da dispensa impediria a implementação de um serviço financeiro inovador, cujo objetivo é oferecer crédito digital rápido e descomplicado, para empresas que não teriam acesso nas mesmas condições, indo "de encontro aos esforços da CVM, BACEN e do Governo Federal para estimular a inovação";
9. a CVM ressalta em eventos que as Fintechs são modo de promover a inclusão financeira e que precisa regular, na medida do possível, de forma a "não

estrangular as entradas dessas novas tecnologias";

10. veículos como ETF foram viabilizados a partir de dispensas a ICVM 359 e o mesmo ocorreu com FIDC-NP exclusivos que flexibilizaram a restrição da ICVM 356 envolvendo conflito de interesses;
11. o Colegiado da CVM já teria dispensado a aplicação do disposto no art. 38, VII, da ICVM 356 no âmbito do processo nº 19957.002752/2016-18.
12. Por fim, pelo fato de o Fundo não se enquadrar nas dispensas de classificação de risco previstas no art. 23-A da ICVM 356, a Vortex pede também concessão de dispensa para a obrigação de classificação de risco para as cotas subordinadas (Art. 3º, III, da ICVM 356), tendo em vista o perfil dos investidores, profissionais, a proibição de negociação de cotas no mercado secundário e as demais características já expostas neste Memorando.

II - Das considerações da SIN/GIES - art. 38, VII, da ICVM 356

23. A edição da ICVM 531, que alterou a ICVM 356, a partir de fevereiro de 2014, trouxe para a indústria de FIDC uma série de modificações relevantes, em especial com o objetivo de evitar os três grandes riscos centrais numa estrutura de FIDC, a saber: a assegurar a existência do direito creditório; a garantia da unicidade desse direito creditório (de forma a evitar, por exemplo, que ele seja cedido indevidamente mais de uma vez); e o risco de fungibilidade, qual seja, o de não se garantir a adequada segregação dos fluxos financeiros relativos aos direitos creditórios cedidos ao fundo, possibilitando o controle de tais fluxos pelo custodiante. Assim, essa norma veio determinar que a cobrança e recebimento de pagamentos relacionados a esses direitos creditórios apenas deve ser feita via conta de titularidade do fundo ou *escrow account*, conciliada e controlada pelo custodiante.

24. Assim, o objetivo dessa norma foi o de afastar estruturas que possibilitem a contaminação ou miscigenação dos recursos destinados ao fundo com os do cedente, em função de indevida apropriação facilitada pela circulação desses recursos pela conta do cedente se ele não for submetido a confiável controle pelo *gatekeeper* responsável do fundo, a saber, o custodiante.

25. Não custa lembrar que a tentação do cedente em desviar recursos por direito pertencentes ao fundo se torna especialmente relevante justamente quando ele passa por dificuldades financeiras ou econômicas, cenário no qual o uso do FIDC por esse cedente tende inclusive a crescer. Nesse cenário, conforme demonstraram os casos mais emblemáticos de supervisão por que passou a CVM no passado recente (e com mais força antes da edição da Instrução CVM nº 531), a subtração desses recursos acaba por se tornar uma questão de sobrevivência do próprio negócio do cedente, circunstâncias nas quais seria muito difícil esperar que ele cumprisse os requisitos contratuais a ele impostos como as obrigações de pagar assumidas perante o FIDC, o que evidencia essa necessidade de controle desse fluxo financeiro por parte do custodiante como ainda mais aguda e, nesses momentos, mais necessária e imperiosa.

26. Na estrutura deste fundo, a maior pulverização é vislumbrada justamente na ponta dos cedentes (pequenas e médias empresas), tornando ainda mais desafiador o controle, por parte dos custodiantes, desses fluxos financeiros, até porque não se cogita que o fundo tenha condições de acompanhar as condições financeiras, econômicas e creditícias de cada um desses cedentes, dificultando até mesmo que ele tenha visibilidade de quando esse risco de fungibilidade aumenta na estrutura.

27. Assim, como destacado no Relatório de Análise da Audiência Pública nº 05/2012, que recebeu comentários do mercado sobre as modificações pretendidas pela ICVM 531, a CVM rejeitou qualquer flexibilização da regra em questão, mantendo o entendimento do objetivo perseguido pelo normativo, qual seja, o de mitigar o risco de não segregação dos fluxos financeiros.

28. Além disso, vale ressaltar que os custos de estruturação e operação desta estrutura já foram considerados quando da elaboração da norma pela CVM, tanto é que foram admitidas a possibilidade de controle por meio de conta *escrow*, facultando ao custodiante escolher qual a forma de adaptação mais conveniente e, conforme o caso, menos custosa. Nesse sentido, vale lembrar a decisão de Colegiado de 8/1/2013, tomada previamente à entrada em vigor da ICVM 531, na qual foi autorizada a utilização por FIDC de conta *escrow*, uma vez que a regra anteriormente exigia o depósito direto na conta dos FIDC.

29. A adaptação à ICVM 531 nesse aspecto específico foi, inclusive, objeto de inspeção por esta Autarquia em agentes de custódia que atuam com fundos multicedentes/multissacados à época. A despeito dos desvios identificados em alguns casos, a conclusão geral é de que essa classe de FIDCs se adaptou bem às disposições da ICVM 531 nesse particular aspecto.

30. No caso concreto, além do fato do fundo ser mais um veículo para viabilizar uma estratégia de negócio do que propriamente um fundo destinado à colocação pública perante investidores, os requerentes também ponderam que a constituição de contas *escrow* para um potencial de milhares de cedentes não seria praticável nas circunstâncias do fundo proposto.

31. Na estrutura pretendida, o cedente figura como o *gatekeeper* responsável pela conciliação, ou seja, informa ao custodiante qual devedor pagou e qual ficou inadimplente, estrutura essa que não deixa de evidenciar conflitos de interesses, como já exposto acima, pois, uma vez em dificuldades financeiras o cedente poderia manipular as informações sobre as liquidações dos direitos creditórios e reter valores de devedores adimplentes, o que cegaria o custodiante em sua função de controle, como pôde ser visto nos já mencionados casos problemáticos do passado.

32. Vale esclarecer também que o precedente de Colegiado citado pela Vortex se refere aos requisitos do art. 39, § 2º, de forma que foi permitida, naquele caso concreto, a cessão de direitos creditórios do consultor para o FIDC, considerando que o cotista do então FIDC era também o dono da consultoria especializada. Ou seja, tratava de análise de dispensa associada a questões afeitas ao processo de originação e cessão dos direitos creditórios, e não exatamente a sua cobrança ordinária, como visto aqui.

33. A Vortex assim imputa uma característica específica ao Fundo, que seria o fato de a concessão de crédito ocorrer via a plataforma da Weel, uma "fintech" que possui "um sistema moderno e completo de atendimento as necessidades de caixa dos cedentes, incluindo a integração com os seus ERPs". Vale ressaltar, todavia, que a dinâmica de funcionamento do Fundo não difere no essencial da vista nos demais fundos multicedentes/multissacados. A diferença entre eles reside no maior ou menor grau de tecnologia envolvida na análise do risco e operacionalização da concessão e cessão de créditos, o que até pode contribuir para uma maior robustez no controle de alguns dos riscos associados aos FIDC, como os de existência e unicidade dos direitos creditórios (vide item 23 deste memorando), mas pouco contribui para o risco de fungibilidade aqui sob discussão.

34. Diante do amplo e longo debate havido e consubstanciado nas alterações perpetradas pela ICVM 531, é notória a relevância e importância da segregação dos fluxos financeiros relativos aos direitos creditórios cedidos ao FIDC. Essa regra trazida pela ICVM 531 mitiga de forma significativa o risco de fungibilidade das estruturas de securitização e é muito elogiada por diversos participantes de mercado, incluindo as agências classificação de risco que atuam nas emissões. Essa lógica se vê replicada, inclusive, em normativos mais recentes de outros veículos de securitização, como na Instrução CVM nº 600, de 1º de agosto de 2018, por exemplo, dispõe em seu art. 5º que os recursos oriundos dos recebimentos dos direitos creditórios do agronegócio que lastreiam os CRA devem ser depositados diretamente em conta de titularidade da securitizadora, com a exceção mais uma vez e como visto nos FIDC, em seu § 1º para os depósitos realizados em conta *escrow*.

35. Como se vê, tais regras procuram contribuir para uma regulação sofisticada e pautada em oferecer ao investidor um mercado mais seguro e transparente a alçar o produto a uma condição de credibilidade diferenciada, razão pela qual uma eventual dispensa apenas poderia ser concedida em situações excepcionais, circunstanciadas (como, aliás, citado no precedente do Colegiado trazido no pedido) e onde as preocupações da CVM fossem adequadamente mitigadas.

36. Em relação à questão da segurança e transparência a investidores, parece à área técnica que a estrutura do fundo, dedicado a acomodar apenas o Banco Votorantim, a Franklin Templeton (com seus recursos próprios) e a Weel, todos prestadores de serviços centrais do próprio fundo, e sem a possibilidade de negociação das cotas a terceiros, parece mitigar com suficiência essa preocupação. Entretanto, ainda resistiria aquela relativa ao impacto sobre a credibilidade do veículo e da regulação da CVM sobre ele incidente em caso de materialização de problemas com os cedentes que ganhassem um vulto significativo e gerassem uma repercussão negativa sobre o mercado.

37. Assim, a área técnica provocou a administradora e gestoras do fundo a se manifestar sobre a possibilidade de estruturar, como medida de segurança adicional ao fundo contra tais riscos de fungibilidade, uma troca de informações do fundo com os sacados de forma a poder testar a consistência dos fluxos de pagamentos que o fundo receberia em função dos direitos creditórios por ele detidos. A resposta das instituições, no entanto (Doc. 799.249), foram apenas no sentido de reiterar o caráter inovador do processo de originação e cessão projetado para o fundo, que esse tipo de risco já era conhecido e era aceito por todos os seus cotistas e que "o racional da estrutura passa por não haver previsão de relacionamento com o sacado".

38. Como, nessa resposta, a instituição também informou que "o modelo de negócio proposto... leva em conta que os processos para 'receber as informações financeiras associadas aos créditos originados' tanto como para 'reforçar o seu controle sobre os recebíveis' são efetuados por meio de novas formas de tecnologia aplicada", em nova provocação, agora de 15/7/2019, a área técnica pediu maiores explicações sobre como as instituições entendiam que essas inovações embebidas no produto poderiam reforçar o controle sobre o fluxo de pagamentos associados aos direitos creditórios, mas a resposta de mesma data foi a de que "de fato existe o risco de fungibilidade relacionado aos Sacados", reiterando, nesse contexto, que "uma conta vinculada para cada Cedente, dada a quantidade envolvida, inviabilizaria a estrutura em termos de custos e operacionais".

39. Entretanto, nessa mesma solicitação de informações, também se questionou o

porquê da estrutura do fundo prever a interrupção da cessão de direitos creditórios a um cedente inadimplente como uma mera faculdade, como se apenas uma ferramenta de gestão de risco de crédito fosse, e não como uma medida impositiva a esse cedente. Isso porque, como já explorado neste memorando, cedentes em dificuldades financeiras são justamente aqueles tentados a desviar recursos de direitos creditórios já cedidos, de um lado, e de outro, alavancar ainda mais cessões de direitos creditórios ao fundo, aumentando a exposição deste último a um agente que pode, como já explicado, estar fraudando sua relação com o fundo sem que se tenha pleno controle e ciência disso.

40. Em resposta a essa indagação específica, as instituições concordaram com a preocupação externada pela área técnica e se voluntariaram a "incluir um Critério de Elegibilidade no Regulamento na linha em que o Fundo não poderá adquirir Direitos Creditórios de Cedente que tenha títulos vencidos e não pagos há mais de 10 (dez) dias perante o Fundo, no momento da aquisição dos Direitos Creditórios".

41. Diante dessa proposta, ainda que o fundo não vá impedir por completo que a fungibilidade de recursos ocorra, com certeza bloqueia o alastramento dessa situação para uma magnitude mais problemática, como explorado acima, ainda mais diante de uma estrutura que prevê tamanha pulverização de cedentes ("milhares", segundo consta no pedido).

42. Assim, diante da proposta favorável da área técnica, entendemos, inclusive e por outro lado, que perde o objeto avaliar neste memorando as considerações adicionadas pelo memorando jurídico trazido anexo ao recurso. De toda forma, não custa observar que a dispensa do art. 38, VII, da ICVM 356, ali mencionada, não deveria ser estendida ao presente pedido ao ver da área técnica, pois se referiu a pedido de trânsito dos recursos por mais de uma conta *escrow* vinculada, o que foi autorizado pelo Colegiado sob a premissa de que "*ambas as contas vinculadas estejam sob controle exclusivo do custodiante do Fundo*", condição que não está presente no caso em análise.

III - Das considerações da SIN/GIES - art. 3º, III, da ICVM 356

43. Em relação ao pedido de dispensa que dispõe a obrigação do Art. 3º, III, da ICVM 356, ou seja, que cada classe ou série de cotas de FIDCs destinada à colocação pública deve ser classificada por agência classificadora de risco em funcionamento no País, podemos tecer os comentários que seguem.

44. Inicialmente, é importante frisar que a Requerente solicita somente a dispensa da classificação por agência classificadora de risco para cotas subordinadas do Fundo, uma vez que a dispensa para a classificação de risco para as cotas seniores, detidas por um único investidor, já está amparada no disposto no art. 23-A da ICVM 356.

45. Utilizando-se do mesmo paralelo da sessão anterior, quando discorreremos sobre as novas medidas tomadas pela CVM para modernização da regulamentação, observamos novamente a ICVM 600 que trouxe a classificação de risco classificação de risco para os CRA como um item opcional, ainda que para os CRA ofertados a investidores de varejo.

46. A despeito das diferenças entre os produtos de securitização, CRA e FIDC, podemos citar também a Resolução CMN nº 2.907, de 29/11/2001, que criou os FIDC e foi alterada em 29/10/2018 pela Resolução CMN nº 4.694. Dentre as alterações, uma das principais é a revogação do art. 1º, § 2º, II, que exigia a classificação de risco feita por agências classificadoras para as cotas dos FIDC.

47. Portanto, neste ponto, verificamos uma tendência da CVM em deixar ao

arbitrio do Administrador e Gestor realizar ou não a classificação de risco dos valores mobiliários, ao menos daqueles destinados a investidores profissionais ou qualificados.

48. Neste ponto, concordamos que o pedido de dispensa observa o interesse público, a adequada informação e a proteção do investidor, haja vista que as informações de um relatório de classificação de risco para os cotistas investidores profissionais poderiam não cumprir seu propósito central, que é o de uma informação mais didática e independente acerca do risco de crédito envolvendo as cotas do fundo.

49. Julgamos, adicionalmente, que a classificação de risco nem deveria ser aplicável às cotas subordinadas, as quais não possuem um benchmark como parâmetro de remuneração e absorvem as primeiras perdas de crédito da carteira securitizada, tornando uma análise de rating pouco efetiva. Essas cotas geralmente possuem uma dinâmica semelhante a um investimento em *equity*, com retornos variáveis, ao passo que as cotas seniores possuem características, aí sim, mais próximas às de um título de dívida.

50. Pelas razões expostas, concordamos com a dispensa ao cumprimento do Art. 3º, III, da ICVM 356, para que a Requerente possa dispensar-se da classificação por agência classificadora de risco das cotas subordinadas do Fundo.

IV - Das conclusões

51. Por todo exposto, recomendamos ao Colegiado:

52. O deferimento do pedido de dispensa do cumprimento do art. 38, VII, da Instrução CVM nº 356/01, de forma a permitir que os recursos oriundos do pagamento dos direitos creditórios cedidos ao Fundo sejam recebidos em conta corrente de livre movimentação dos cedentes, desde que qualquer hipótese de inadimplência de cedente implique necessariamente a interrupção de novas cessões dele ao fundo, assim como do pedido de dispensa do cumprimento do art. 3º, III, da Instrução CVM nº 356/01, possibilitando que as cotas subordinadas detidas por três investidores profissionais não sejam classificadas por agência classificadora de risco.

53. Isso, claro, diante das circunstâncias particulares e que entendemos circunstanciadas do caso concreto, que envolvem um FIDC que é detido exclusivamente por cotistas profissionais e prestadores de serviço centrais do fundo, com vedação da negociação de suas cotas a quaisquer terceiros, e com uma pulverização de cedentes tamanha na qual a regra imposta de vedação a novas cessões de cedentes inadimplentes pode atribuir uma camada adicional de proteção contra eventuais fraudes que pudessem ser praticadas no âmbito do fundo.

54. Por fim, propomos ao Colegiado que a relatoria seja conduzida pela SIN/GIES.

Atenciosamente,

Daniel Walter Maeda Bernardo

Superintendente de Relações com Investidores Institucionais - SIN



Documento assinado eletronicamente por **Daniel Walter Maeda Bernardo**, **Superintendente**, em 31/08/2019, às 13:45, com fundamento no art. 6º, § 1º, do Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015.



A autenticidade do documento pode ser conferida no site https://sei.cvm.gov.br/conferir_autenticidade, informando o código verificador **0829309** e o código CRC **540B02DF**.

*This document's authenticity can be verified by accessing https://sei.cvm.gov.br/conferir_autenticidade, and typing the "Código Verificador" **0829309** and the "Código CRC" **540B02DF**.*
