LOBO & DE RIZZO ADVOGADOS

COMENTÁRIOS E SUGESTÕES

São Paulo, 23 de fevereiro de 2012.

I. INTRODUÇÃO

1. Em 22.12.2011, a Comissão de Valores Mobiliários ("**CVM**") submeteu à audiência pública, por meio do Edital n° 16/2011 ("**Edital**"), minuta de instrução sobre a atividade de classificação de risco ("**Minuta**").

2. De acordo com o Edital, o objetivo da CVM com a instrução que será originada da Minuta ("**Instrução**") é regulamentar as agências classificação de risco no mercado de valores mobiliários do Brasil, que são responsáveis pela emissão de relatórios e atribuição de nota de classificação quanto à solvência e qualidade de certos títulos, valores mobiliários e instituições ("**Agências de Classificação de Risco**").

3. À parte as especificidades do texto da Minuta, que comentaremos oportunamente mais adiante, a CVM introduz no Edital 4 (quatro) grandes temas para discussão: (i) os requisitos de registro e reconhecimento das referidas agências perante a CVM; (ii) a forma de divulgação de informações; (iii) as regras de conduta; e (iv) os controles internos das Agências de Classificação de Risco.

4. Passamos a comentar abaixo a Minuta, também contemplando os temas referidos no item 3 acima. Para tanto, dividimos este documento nos seguintes tópicos: (i) esta introdução; (ii) nossas considerações gerais; (iii) comentários sobre pontos especificamente abordados no Edital; e (iv) comentários ao texto da Minuta.

II. CONSIDERAÇÕES GERAIS

5. Primeiramente, vale observar que vemos com bons olhos a iniciativa da CVM de editar a Instrução, na medida em que respaldamos o entendimento desta Autarquia de estabelecer as características e critérios a serem cumpridos pelas Agências de Classificação de Risco previstos na Minuta, por entender que referida Instrução traz maior segurança ao mercado financeiro e transparência às operações em que são utilizadas as classificações de risco de crédito.

6. A elaboração de classificação de risco de crédito deveria ser utilizada se, e na medida em que, os seus benefícios superarem seus custos. De um lado, um dos desafios da Minuta é encontrar um ponto de equilíbrio para que os usuários e as entidades que contratam serviços das Agências de Classificação de Risco tenham um nível elevado de proteção no âmbito do mercado financeiro, mas com a dose certa de rigor para trazer qualidade e confiabilidade nos relatórios de análise de risco emitidos, sem que isso implique, por outro lado, na criação de procedimentos ou custos desnecessários para as Agências de Classificação de Risco.

7. Considerando que alguns pontos abordados pela CVM endereçam as nossas preocupações, limitamos a discussão dos comentários sobre pontos especificamente abordados no Edital aos assuntos que acreditamos que poderiam ser aperfeiçoados por esta Autarquia.

SP Av. Brigadeiro Faria Lima, 3.900 3º andar 04538 132 São Paulo SP T 55 [11] 3702.7000 F 55 [11] 3702.7001
RJ R. Lauro Müller, 116 43º andar sala 4301 Torre Rio Sul 22290 906 Rio de Janeiro RJ T 55 [21] 3299.7100 F 55 [21] 3299.7101
www.loboderizzo.com.br

8. Opinamos, com as ressalvas que fazemos neste documento, que a Minuta atende aos seus objetivos. A questão central é determinar como os custos e benefícios foram balanceados na Minuta proposta.

9. Nossas opiniões e comentários abaixo detalhados refletem 3 (três) sugestões gerais a essa Autarquia:

(i) a criação de uma classificação e uma autorização específica para que as Agências de Classificação de Risco atuem no segmento de produtos financeiros estruturados, com metodologia e processos de avaliação distintos dos utilizados para os demais ativos;

(ii) sugestão de situações em que as Agências de Classificação de Risco deveriam se abster de emitir um relatório; e

(iii) previsão para que as Agências de Classificação de Risco informem as situações em que a classificação atribuída não tenha validade estatística ou possa induzir os usuários a erro.

III. ASSUNTOS ESPECÍFICOS ABORDADOS NO EDITAL

Autorização para funcionamento e formulário de referência

10. A Minuta prevê a necessidade de apresentação de uma série de documentos iniciais conjuntamente com o formulário de referência para que seja concedido o pedido de registro e funcionamento das Agências de Classificação de Risco (Capítulo II, Seção I).

11. No entanto, considerando que alguns segmentos são sistematicamente mais importantes para a estabilidade e integridade dos mercados financeiros, sugerimos que seja previsto um regime de autorização específico para emissão de relatórios de classificação de risco para determinados segmentos.

12. Os produtos financeiros estruturados são mais complexos por envolverem uma coletividade de créditos heterogênea. Portanto, consideramos necessária a análise do risco embutido para cada tipo de ativo subjacente que irá lastrear o ativo principal objeto de avaliação.

12.1. Sugerimos critérios específicos para que as Agências de Classificação de Risco possam atuar com produtos financeiros estruturados, como comprovação de recursos profissionais e estruturais suficientes para avaliar ativos que compõem este segmento.

12.2. De forma complementar, poderia haver um campo específico no formulário de referência, que compõe o Anexo 13 da Instrução, para que as Agências de Classificação de Risco descrevam a metodologia e processos utilizados para avaliação de produtos financeiros estruturados, com a finalidade de possibilitar avaliações comparativas entre as diferentes Agências de Classificação de Risco para este segmento.

12.3. Acreditamos que a autorização específica da CVM para produtos financeiros estruturados seja benéfica na medida em que Agências de Classificação de Risco deverão comprovar conhecimento específico para emissão de relatórios para este tipo de produto,

ao mesmo tempo em que deverão acompanhar a dinâmica do mercado para a criação de novos produtos financeiros estruturados.[1]

13. Por este motivo, entendemos ser cabível ajustar o requisito de autorização para que as Agências de Classificação de Risco possam emitir relatórios de classificação de risco para os produtos financeiros estruturados, sem prejuízo de serem incluídos outros segmentos para os quais esta Autarquia considere necessária uma autorização específica (ex. análise de derivativos).

14. Tendo em vista a necessidade de contratação dos serviços das Agências de Classificação de Risco para elaboração de relatórios para determinados produtos financeiros, sugerimos que haja uma previsão na Minuta pra que a autorização de funcionamento seja mencionada em todos os documentos de ofertas e operações estruturadas que tenham classificação de risco.

Relatório de Classificação de Risco

15. A Minuta prevê requisitos e informações mínimas que deverão constar no relatório de classificação de risco, inclusive limitações da avaliação e divulgação de situações de conflito de interesse (Capítulo IV, Seção IV).

16. Produtos estruturados necessitam de uma análise mais cuidadosa dos ativos subjacentes para que sejam identificados eventuais riscos embutidos, inclusive estruturais, os quais poderiam alterar a dinâmica do mercado financeiro.[2] Portanto, consideramos adequada a previsão do artigo 17 da Minuta que trata especificamente da emissão de relatórios de produtos financeiros estruturados, tendo em vista a que esses ativos estão normalmente lastreados em uma diversidade de ativos subjacentes com diferentes níveis de concentração.

17. Assim como prevê o Regulamento Europeu, sugerimos que as Agências de Classificação de Risco se abstenham de emitir um relatório caso não haja dados/informações suficientes em uma operação para atribuição de uma nota ou caso comprometa a credibilidade da classificação de risco.

---

[1] Dittrich, Fabian, The Credit Rating Industry: Competition and Regulation (June 4, 2007). Disponível no link: http://ssrn.com/abstract=991821 or doi:10.2139/ssrn.991821 "[. . .] rating agencies cater to a very specific demand. While other companies develop completely new products or services which create their own market, rating agencies have to fulfill set needs. The argument bears important consequences for product innovations (new services) in the core rating business rating agencies must be innovative along financial markets, but they cannot be innovative on their own. The emergence of structured finance products is a good example. When issuers started creating asset backed securities they needed credible outside help to evaluate or audit risks involved. In fact, the whole rationale of such product is to structure assets in order to achieve a certain risk profile. Most structured finance products could no exist without credit ratings. However, it was not an innovation of the credit rating agencies themselves that created their present single most important market segment - and it could have never been. They were simply following the demand of financial market participants."

[2] Dittrich, Fabian, The Credit Rating Industry: Competition and Regulation (June 4, 2007). Disponível no link: http://ssrn.com/abstract=991821 or doi:10.2139/ssrn.991821. "One of the main difficulties in the relationship between the state and the credit rating industry is the multiplicity of potential concerns. [. . .] From the perspective of rating-based regulation, the main goal is a functioning reputation mechanism providing for a high rating quality since state explicitly relies on it. Rating agencies should also not exploit conflicts of interest, which is lastly also an issue of rating quality. In a wider framework, the efficiency and quality of not only the rating industry but also of the complete financial system must be considered. The state is anxious about structural risks. What combines all concerns from an economic perspective is the concept of market failure, i.e. situations where interference can improve the well being of society at large."

Índices de desempenho

18. Outro ponto abordado no Edital trata dos índices de desempenho para a transição da classificação de risco e outro para taxa de inadimplência, em um período de 1 a 3 anos (artigo 31 da Minuta). Entendemos que os referidos índices têm como principal objetivo indicar a volatilidade das análises de risco no longo prazo, tendo em vista que a taxa de inadimplemento e o desempenho das instituições avaliadas, bem como dos diversos produtos financeiros disponíveis no mercado podem ter uma variação significativa.

19. Ao exigir a divulgação, pelas Agências de Classificação de Risco, do desempenho histórico das duas matrizes acima descritas, acreditamos que há uma maior transparência das classificações de risco emitidas, sendo os usuários providos de outro importante instrumento de decisão em um investimento.

20. Por fim, assim como está previsto no Regulamento Europeu, também sugerimos, desde que acompanhado de uma justificativa, que as Agências de Classificação de Risco informem as situações em que a classificação de risco não tenha validade estatística ou possa induzir os usuários a erro no documento em que constar o desempenho histórico das análises realizadas.

IV. COMENTÁRIOS AO TEXTO DA INSTRUÇÃO

21. Passamos a fazer abaixo os nossos comentários ao texto da Instrução, seguindo a ordem de seus artigos.

22. **Artigos 3º e 4º da Minuta**. A Minuta estabelece os critérios, bem como a documentação e as informações que deverão ser apresentadas para que a Agência de Classificação de Risco obtenha autorização para registro e funcionamento.

> **22.1.** Acreditamos que a CVM poderia criar uma autorização específica para a concessão de credenciamento de uma Agência de Classificação de Risco para o segmento de produtos financeiros estruturados, considerando que esses produtos podem ter efeito diferentes dos produtos financeiros tradicionais, conforme mencionados nos itens 12 e 13 acima.
>
> **22.2.** Tomamos a liberdade de sugerir a inclusão de um parágrafo no Artigo 3 da Instrução, nos termos abaixo:
>
>> "§ 2º O pedido de autorização das agências de classificação de risco de crédito deverá ser acompanhando de pedido específico, comprovando que tem experiência e recursos suficientes, caso a referida agencia tenha interesse em emitir relatórios de classificação de risco para produtos financeiros estruturados."

23. **Artigo 12, inciso IV e Artigo 14, inciso III da Minuta**. A Minuta impõe que as Agências de Classificação de Risco informem à CVM e disponibilizem em sua rede mundial de computadores "opiniões preliminares emitidas decorrentes de pedido de análise ou consulta preliminar".

> **23.1.** Uma questão que deveria ser abordada pela CVM é a forma de divulgação de informações de relatórios/análises de classificação de risco que não tenham sido contratados.

23.2. No caso de divulgação de classificações de risco não solicitadas, sugerimos que as Agências de Classificação de Risco divulguem um aviso de forma a evidenciar: (i) se a referida classificação de risco é decorrente de análise preliminar e (ii) se a Agência de Classificação de Risco teve acesso aos dados e documentos internos relevantes da entidade avaliada.

24. **Artigos 19 e 20 da Minuta**. A Minuta traz diversas regras de conduta que deverão ser seguidas pelas Agências de Classificação de Risco, prevendo, inclusive disposições que deverão constar no código de conduta.

24.1. Em relação aos aspectos legais relacionados à independência e segregação de atividades exercidas pela Agência de Classificação de Risco, sugerimos que as agências descrevam, na redação do código de conduta, os procedimentos que deverão ser observados pelos funcionários e integrantes da administração da referida agência enquanto estiverem em uma situação de conflito de interesse.

24.2. A Instrução tem uma previsão específica para que a Agência de Classificação de Risco informe ao requerente quando estiver agindo em conflito de interesse e quais as fontes deste conflito.

24.3. Contudo, considerando que a ocorrência de uma situação de conflito de interesse pode comprometer a qualidade da análise de risco de crédito (quando da atribuição de uma nota e emissão do relatório de classificação de risco), sugerimos a inclusão de uma previsão para que a agência de classificação de risco de crédito também informe à requerente os procedimentos tomados para evitar a ocorrência e conter a situação que gerou o conflito de interesse.

24.4. Tomamos a liberdade de sugerir redação alternativa para o inciso III do Artigo 19º da Minuta:

> "III – diante de uma situação de conflito de interesses, informar à requerente que está agindo em conflito de interesse, quais as fontes desse conflito e os procedimentos tomados para conter o conflito de interesse gerado; e"

25. **Artigo 25, inciso V da Minuta**. O artigo 25 da Minuta traz previsões referentes as regras gerais que deverão ser observadas na organização das Agências de Classificação de Risco.

25.1. A Regulamentação Européia considera, ao justificar a necessidade de rodízio de analistas, que uma relação de longa duração com uma mesma entidade objeto de classificação de risco ou com terceiros com ela relacionados pode comprometer a independência dos analistas e dos responsáveis pela aprovação das classificações de risco. Ainda, a Regulação Européia prevê a isenção do sistema de rodízio entre os analistas para Agências de Classificação de Risco que tenham menos de 50 colaboradores.

25.2. O artigo 25, inciso V da Minuta, prevê que as Agências de Classificação de Risco deverão assegurar que haverá o rodízio dos analistas caso haja necessidade. Tendo em vista que esta previsão pode trazer dúvidas em relação à aplicabilidade do inciso em questão, acreditamos (i) que a previsão "se for necessário" deveria ser retirada ou,

alternativamente, (ii) que esta Autarquia deveria estabelecer um critério objetivo na Minuta para os casos em que considera necessária a aplicabilidade de um sistema de rodízio.

26. **Artigo 28 da Minuta**. O artigo 28 da Minuta prevê a criação de procedimentos operacionais que visem a segregação de atividades, inclusive o acesso restrito a arquivos com identificação das pessoas que tiveram acesso à informações confidenciais.

26.1. De forma complementar à previsão acima, sugerimos a implementação de uma estrutura de gerenciamento de risco com o intuito de restringir o acesso às informações privilegiadas ao menor número possível de pessoas, limitando-se a divulgação àqueles que realmente necessitem ter conhecimento da informação confidencial.

26.2. Ainda, ao endereçar a segregação de atividades, o artigo 26 da Minuta prevê que a implantação de regras, monitoramento interno, mapeamento dos controles e procedimentos internos das agências serão realizados por um administrador incumbido pela implementação/cumprimento das regras e procedimentos internos.

26.3. Nesse sentido, também sugerimos que o referido administrador mantenha atualizada uma relação dos funcionários, departamentos e áreas estratégicas que tenham ou tiveram acesso a informações privilegiadas, identificando, inclusive, quais informações foram disponibilizadas, bem como a classificação das informações, a razão, a data e a quem foram disponibilizadas, de acordo com critérios que possam facilitar o monitoramento da manutenção do sigilo da informação.

27. **Artigo 29 da Minuta**. Outro ponto importante endereçado pela Minuta é a divulgação pública (i) das metodologias utilizadas para emissão de relatórios de classificação de risco de crédito e (ii) dos índices de desempenho para transição da classificação de risco e outro para inadimplência.

27.1. Acreditamos que implementação desses dois mecanismos aumenta a credibilidade das Agências de Classificação de Risco perante os usuários, os quais poderão determinar se devem ou não utilizar as análises de risco emitidas.

27.2. Estendendo nossos comentários dos itens 12 e 13 acima e, tendo em vista que os produtos financeiros estruturados podem ter efeitos diferentes dos demais ativos financeiros disponíveis no mercado, entendemos que a emissão de relatórios e divulgação das informações relacionadas aos produtos financeiros estruturados deveria ser distinta dos demais produtos financeiros disponíveis no mercado.

27.3. Ainda, a metodologia e os procedimentos utilizados na classificação de risco de crédito deveriam refletir a heterogeneidade e a complexidade dos produtos financeiros estruturados.

27.4. Portanto, sugerimos que a Instrução tenha uma previsão específica para que as Agências de Classificação de Risco façam constar em campos distintos do formulário de referência as metodologias e procedimentos adotados para realizar a análise de produtos financeiros estruturados e outro para os produtos financeiros tradicionais.

28. **<u>Artigo 32 da Minuta</u>**. O Artigo 32 da Minuta trata sobre os prazos de manutenção que todos os documentos e informações relacionados com o exercício das atividades das Agências de Classificação de Risco deverão ser mantidos.

28.1. A Minuta prevê que a CVM deverá determinar o prazo para manutenção de documentos e informações para os casos que sejam decorrentes de processos administrativos.

28.2. No entanto, acreditamos que seria melhor automatizar e padronizar um prazo de 5 (cinco) anos para manutenção dos documentos e informações referentes aos processos administrativos, contados de seu término.