

## Processo CVM nº RJ2013/4911

Reg. Col. nº 8935/2013

**Interessados:** Quorum Gestão de Investimentos Ltda.  
BRL Trust DTVM S.A.  
Gradual CCTVM S.A.

**Assunto:** Pedidos de dispensa de requisitos da Instrução CVM nº 356, de 2001, com alterações introduzidas pela Instrução CVM nº 531, de 2013.

**Diretora Relatora:** Luciana Dias

### Relatório

#### I. Objeto.

1. Trata-se de pedidos apresentados, de um lado, pela Quorum Gestão de Investimentos Ltda. ("Quorum") e pela BRL Trust DTVM S.A. ("BRL"), e, de outro, pela Gradual CCTVM S.A. ("Gradual") com relação à dispensa do cumprimento de requisitos previstos na Instrução CVM nº 356, de 2001, após a sua alteração pela Instrução CVM nº 531, de 2013.

#### II. Pedidos apresentados pela Quorum e pela BRL (fls. 1-6).

2. Em 19.4.2013, a Quorum e a BRL apresentaram à Superintendência de Relações com Investidores Institucionais ("SIN") pedido de dispensa do cumprimento dos arts. 38, V e 39, §2º da Instrução CVM nº 356, de 2001, conforme alterados pela Instrução CVM nº 531, de 2013[1], em relação aos seguintes fundos de investimento em direitos creditórios não padronizados ("FIDC-NP") dos quais são, respectivamente, gestora e administradora: FIDC Multisegmentos NPL Ipanema – NP, FIDC Multisegmentos NPL Ipanema II – NP, FIDC Multisegmentos NPL Ipanema III – NP, FIDC Multisegmentos NPL Ipanema IV – NP e FIDC Multisegmentos NPL Ipanema V – NP (em conjunto, os "FIDC Ipanema").

3. Alternativamente, a Quorum e a BRL pleitearam a dispensa da vedação prevista no art. 38, §7º, II da Instrução CVM nº 356, de 2001[2].

4. Em primeiro lugar, os pedidos apresentados pela Quorum e pela BRL tem como intuito dispensar o custodiante dos FIDC Ipanema de realizar a guarda da documentação relativa aos direitos creditórios integrantes da carteira desses fundos, os quais correspondem exclusivamente a direitos objeto de disputa judicial ou a carteiras pulverizadas de empréstimos e financiamentos inadimplidos.

5. Com relação aos direitos creditórios objeto de disputa judicial, os requerentes alegam que o cumprimento do disposto no art. 38, V da Instrução CVM nº 356, de 2001 é juridicamente impossível, uma vez que os documentos que os evidenciam são os próprios autos da ação judicial, cuja custódia é, "*mandatoriamente, da vara judicial onde tem curso o respectivo processo*" (fl. 3).

6. Quanto aos demais créditos, identificados como inadimplentes, a dispensa pleiteada tem como intuito permitir a custódia e a guarda de documentos pelos cedentes dos respectivos créditos e é fundamentada pelos seguintes argumentos:

- i) o cumprimento do art. 38, V da Instrução CVM nº 356, de 2001 inviabilizaria economicamente o

objetivo para os quais os FIDC Ipanema foram criados porque tais fundos adquirem créditos de forma massificada, com valores individualmente pequenos e altamente pulverizados[3], cuja análise e precificação são feitas com base em informações fornecidas eletronicamente;

- ii) a análise da documentação que embasa os créditos é feita pelo gestor por amostragem de modo que este possa contemplar o risco jurídico de cobrança no preço final;
- iii) para a precificação dos créditos, são utilizados "*modelos matemáticos próprios que levam em conta diversos fatores que vão desde uma avaliação macroeconômica até a dispersão da carteira por regiões do país*" (fl. 3);
- iv) para os requerentes, a única forma viável e, ao mesmo tempo, a mais eficiente para a continuidade das atividades do fundo corresponderia à manutenção dos cedentes como depositários dos documentos que evidenciam os créditos;
- v) o risco inerente à estrutura proposta é de conhecimento dos investidores super qualificados a que os FIDC Ipanema se destinam e é descrito em seus regulamentos, cabendo observar, ainda, que as cotas desses fundos não são admitidas à negociação em mercados organizados;
- vi) para minimizar tal risco, ainda que as aquisições de créditos pelos FIDC Ipanema sejam definitivas, os contratos de aquisição normalmente preveem a obrigação de recompra dos créditos, pelos cedentes, na hipótese de qualquer questionamento por parte dos devedores (como no caso de créditos já quitados ou objeto de fraude), abrangendo também a correção do preço de aquisição e reembolso de despesas incorridas para a cobrança dos créditos;
- vii) no caso dos FIDC Ipanema, os cedentes, cessionários, cotistas, gestores e administradores não são partes relacionadas entre si, o que mitigaria a possibilidade de verificação de fraudes tais como aquelas que ensejaram a edição da Instrução CVM nº 531, de 2013;
- viii) ainda que tais fraudes sejam possíveis, proteção adicional decorreria das obrigações de recompra dos créditos pelos cedentes, conforme previamente mencionado, e do fato de que os cedentes pertencem a categorias altamente reguladas, como as de instituições financeiras e seguradoras, de forma que seria razoável supor que a existência e regularidade dos créditos tenham sido objeto de supervisão; e
- ix) por fim, a dispensa do cumprimento do art. 38, V da Instrução CVM nº 356, de 2001 não dispensaria o custodiante de verificar o lastro dos direitos creditórios tal como previsto na mesma instrução.

7. O segundo pedido apresentado pela Quorum e pela BRL diz respeito à dispensa do art. 39, §2º da Instrução CVM nº 356, de 2001, que veda a cessão de créditos pelo custodiante aos fundos cujas cotas são objeto de custódia. Em especial, os requerentes entendem que tal vedação seria demasiadamente ampla e severa e que sua dispensa seria justificada pelos seguintes fatos:

- i) o custodiante dos FIDC Ipanema é o Banco Santander, ou seja, um tradicional participante do mercado e que não tem qualquer relação societária com o gestor, com o administrador ou com os cotistas; e
- ii) qualquer operação entre os fundos e o Banco Santander seria realizada em bases de mercado entre partes independentes, observado que, pelas regras estabelecidas pela CVM, tais operações seriam conduzidas por áreas do Banco Santander segregadas da área de custódia.

### **III. Pedido apresentado pela Gradual (fls. 31-40).**

8. Em 7.10.2013, a Gradual apresentou à SIN, na qualidade de administradora do Itapeva II Multicarteira Fundo de Investimento em Direitos Creditórios Não Padronizados ("FIDC Itapeva"), pedido de dispensa de cumprimento do art. 38, §7º, II da Instrução CVM nº 356, de 2001.

9. Tal como um dos pleitos apresentados pela Quorum e pela BRL, nos termos da seção II acima, o pedido apresentado pela Gradual tem como intuito permitir que a guarda de documentos comprobatórios de direitos creditórios integrantes da carteira do FIDC Itapeva seja realizada pelos cedentes dos respectivos créditos.

10. Para sustentar tal pedido, a Gradual julgou pertinente detalhar a forma de atuação do fundo e apresentou as seguintes informações:

- i) o FIDC Itapeva é um FIDC-NP constituído sob a forma de condomínio fechado, com prazo de duração de 6 anos, destinado exclusivamente a investidores qualificados;
- ii) as cotas do fundo são detidas por apenas um investidor e é vedada a sua transferência a terceiros;
- iii) o principal objeto de investimento do FIDC Itapeva corresponde a direitos creditórios vencidos e não pagos há mais de 180 dias, originados e cedidos por instituições supervisionadas pelo Banco Central do Brasil ("BACEN"), pela Superintendência de Seguros Privados ("SUSEP") ou pela própria CVM, como é o caso de instituições financeiras de médio e grande porte, seguradoras e varejistas de grande porte que acessam o mercado de capitais;
- iv) pelo alto risco de perda atrelado aos direitos creditórios – já provisionados pelos cedentes como "créditos de liquidação duvidosa", o valor de aquisição dos créditos conta com elevado deságio, representando investimento entre 1% e 6% do seu valor de face<sup>[4]</sup>;
- v) a lógica das operações do FIDC Itapeva não se baseia *"na análise individual dos créditos e dos respectivos devedores, mas sim na expectativa de recuperação de um determinado percentual da carteira vis-à-vis o seu valor de aquisição"* (fl. 33) e, para a formulação de tal expectativa, são levados em consideração fatores como uma análise estatística do histórico de recuperação de créditos inadimplidos de carteiras semelhantes e a confiança nos métodos de cobrança utilizados por empresas contratadas pelo fundo;
- vi) quanto a esses métodos, nota-se que, dado o baixo valor dos créditos e a ausência de garantias reais, apenas 2% dos créditos são cobrados por via judicial, restando à maioria a cobrança extrajudicial;
- vii) no caso daqueles cobrados judicialmente, os documentos comprobatórios dos créditos são parte integrante dos respectivos processos judiciais;
- viii) já no caso dos créditos cobrados extrajudicialmente, nem o domínio físico nem a verificação da regularidade dos documentos representariam fatores relevantes para a sua recuperação;
- ix) ainda assim, para todos os direitos creditórios ora discutidos, os possíveis riscos relacionados à ausência de verificação e de transferência dos documentos comprobatórios (incluindo fraude, má-formalização dos créditos e extravio de documentos) já estariam incorporados ao preço da carteira do FIDC Itapeva;
- x) nesse contexto, quando possível, a documentação comprobatória dos créditos é atualmente mantida pelas respectivas instituições cedentes na qualidade de fiéis depositárias;

- xi) em muitos casos, a transferência dos documentos não seria viável, pois estes não tem existência independente de outros documentos celebrados pelos cedentes (tal como no caso de créditos oriundos de cheque especial e de saldo devedor formalizados por meio de contratos de abertura de conta corrente, os quais, por sua vez, são arquivados em agências espalhadas por todo o território nacional, tornando sua transferência em massa economicamente inviável e operacionalmente impossível);
- xii) ainda assim, os contratos de cessão celebrados pelo FIDC Itapeva preveem, em regra, a obrigação por parte dos cedentes de entregar os documentos comprobatórios dos créditos caso solicitado pelo fundo ou por ordem judicial;
- xiii) como forma de proteção adicional, os mesmos contratos preveem a responsabilidade dos cedentes pela existência, integridade e validade dos direitos creditórios cedidos, bem como a possibilidade de desfazimento da cessão e devolução do preço de aquisição caso se verifique posteriormente a inexistência ou invalidade dos créditos[5]; e
- xiv) os contratos acima mencionados são sempre registrados em cartório competente, de forma que, ainda que os cedentes celebrem nova operação de cessão dos mesmos direitos creditórios a terceiros, deverá prevalecer a operação previamente realizada com o FIDC Itapeva.

11. Concluída a explicação sobre a forma de atuação do FIDC Itapeva, a Gradual explica que, para o cumprimento do art. 38, §7º, II da Instrução CVM nº 356, de 2001, seria necessária a transferência da totalidade da documentação representativa dos direitos creditórios integrantes da carteira do fundo para o custodiante ou para terceiro por ele contratado. Isso significa dizer que seria necessária a transferência de documentos relativos a aproximadamente 1.700.000 direitos creditórios, dos quais aproximadamente 99% são mantidos por instituições financeiras de médio e grande porte supervisionadas pelo BACEN.

12. Conforme estimado pela requerente, tomando como base os contratos de cessão já formalizados pelo FIDC Itapeva, que preveem um custo fixo para solicitação de transferências acima de um determinado teto mensal[6], a transferência dos documentos acima mencionados custaria aproximadamente R\$34 milhões, o que corresponde a aproximadamente 33% do patrimônio do fundo[7].

13. Frente aos custos acima apontados, a Gradual alegou a ausência de contrapartida relevante para o único cotista do FIDC Itapeva, uma vez, que, conforme previamente descrito, a cobrança dos direitos creditórios ocorre, sobretudo, na esfera extrajudicial, não sendo utilizados para tanto, como regra geral, os documentos comprobatórios dos créditos. Além disso, a transferência poderia gerar o risco de perdas e extravios de documentos.

14. Complementando os argumentos acima, a Gradual retomou precedente do Colegiado no qual, ainda que ressalvado entendimento posteriormente refletido na Instrução CVM nº 531, de 2013, admitiu-se a possibilidade de guarda de documentos pelo originador de créditos adquiridos por um FIDC-NP, desde que: (i) não houvesse afronta ao interesse público; (ii) o fundo fosse destinado a um único cotista e este tivesse conhecimento e aceitasse as condições de tal estrutura; e (iii) existisse vedação à negociação secundária das cotas do fundo[8].

15. Referida decisão foi respaldada também pelo art. 9ª da Instrução CVM nº 444, de 2006, segundo o qual “[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” pelos FIDC-NP.

16. Tomando como base as afirmações previamente fornecidas, a Gradual entende que a estrutura proposta pelo FIDC Itapeva preenche satisfatoriamente as condições indicadas nesse precedente para que haja a dispensa do cumprimento do art. 38, §7º, II da Instrução CVM nº 356, de 2001, de forma a permitir que a guarda dos documentos comprobatórios de direitos creditórios seja realizada pelos cedentes dos créditos.

#### **IV. Manifestação da SIN (fls. 59-68).**

17. Diante das considerações apresentadas pela Quorum, BRL e Gradual quanto à possibilidade de guarda dos documentos comprobatórios de direitos creditórios pelos cedentes dos respectivos créditos, a SIN ressaltou que:

- i) o assunto foi amplamente debatido no âmbito da Audiência Pública nº 05/2012 ("Audiência Pública") e, frente a pedidos de flexibilização das regras ora discutidas, inclusive no que tange aos FIDC-NP, a CVM destacou que tal flexibilização "*iria no sentido oposto à mitigação de estruturas que propiciam a ocorrência de conflitos de interesses, causados pela concentração indevida de funções por um mesmo participante ou por partes a ele relacionadas*" (fl. 62);
- ii) na mesma oportunidade, a CVM frisou que os problemas decorrentes de situações em que se verificam conflitos de interesses, sobretudo em estruturas verticalizadas, não se limitam a afetar apenas os cotistas de um determinado fundo, mas afetam a credibilidade dos FIDC como um todo;
- iii) tendo em vista que permanecem as razões pelas quais a CVM julgou necessária a edição da Instrução CVM nº 531, de 2013, deve-se analisar se os FIDC Ipanema e o FIDC Itapeva apresentam elementos novos em sua estrutura que permitam, ao mesmo tempo, a flexibilização da norma e a preservação dos objetivos por ela almejados;
- iv) nesse sentido, poderia ser apontada como novidade em relação ao debate travado no âmbito da Audiência Pública a previsão, nos contratos de aquisição firmados pelos administradores dos FIDC Ipanema e do FIDC Itapeva, de cláusulas de recompra de créditos, pelos cedentes, caso verificada a sua inexistência ou em caso de problemas relacionados à documentação comprobatória;
- v) esse mecanismo seria diverso da tradicional forma de coobrigação, na qual o cedente adquire cotas subordinadas com o intuito de suportar, até o limite destas últimas, as perdas do fundo;
- vi) nos casos apresentados pelas requerentes, seriam mitigados os riscos verificados em estruturas verticalizadas, de forma que o risco dos cotistas no que se refere a créditos insubsistentes passaria a corresponder à capacidade de o cedente honrar o contrato celebrado com o administrador;
- vii) também teria relevância o fato de que a flexibilização de regras relacionadas aos FIDC-NP é amparada pelo art. 9º da Instrução CVM nº 444, de 2006, já mencionado pelas requerentes;
- viii) não obstante, a fim de assegurar adequada informação, a proteção dos investidores e a integridade da indústria, seria necessário o estabelecimento de determinadas condições para a concessão da dispensa;
- ix) dessa forma, tomando como exemplo dispensas concedidas a outras categorias de fundos, a SIN sugeriu a exigência de que a dispensa ora pleiteada seja aprovada em assembleia geral de cotistas, bem como que o administrador adote procedimentos específicos para assegurar que, na hipótese de transferência de cotas, o adquirente seja previamente cientificado sobre a dispensa concedida pela CVM;
- x) para os mesmos fins, a SIN entende que deve ser avaliada pelo administrador a divulgação de fato relevante, nos termos do art. 46 da Instrução CVM nº 356, de 2001[9], a cada vez que for executada cláusula de recompra prevista nos contratos de aquisição de créditos;
- xi) a fim de assegurar o objetivo da Instrução CVM nº 531, de 2013, de aperfeiçoar os controles por parte dos administradores e dos principais prestadores de serviços aos FIDC, a SIN sugeriu que a dispensa seja condicionada à vedação, no regulamento dos fundos em questão, da faculdade prevista no art. 38, §3º da Instrução CVM nº 356, de 2001[10];

- xii) considerando que o contexto ora analisado seria distinto daquele estabelecido pela Instrução CVM nº 531, de 2013, a SIN entendeu adequado exigir o aprimoramento do informe trimestral desses fundos, que trata da análise e da divulgação de informações sobre a qualidade da carteira, bem como sobre os eventos extraordinários ocorridos no trimestre<sup>[11]</sup>;
- xiii) a SIN sugeriu que seja incluída nesse informe a exposição dos fundos a cada um dos cedentes que garantirão os créditos eventualmente insubsistentes, de forma similar àquela já exigida nos informes mensais, bem como o montante objeto de recompra nos termos dos contratos de cessão;
- xiv) ainda, a SIN ressaltou a relevância de os custodiantes manterem controles efetivos sobre os recebíveis que compõem a carteira dos fundos (incluindo, controle sobre os dados cadastrais de cada sacado e informações relativas aos contratos de crédito originais), a fim de assegurar a sua devida atuação com relação a serviços de cobrança e recebimento de recursos, inclusive na hipótese de recompra dos créditos;
- xv) por "recompra", deve-se entender exclusivamente o pagamento integral, pelo cedente, do valor de aquisição dos créditos pelo fundo, corrigido conforme o caso, não se confundindo com a substituição de direitos creditórios em que há uma troca de recebíveis; e
- xvi) por fim, a SIN lembrou que, não obstante ser favorável à concessão da dispensa pleiteada, devem ser mantidas todas as demais atribuições do custodiante previstas no art. 38 da Instrução CVM nº 356, de 2001, sem qualquer isenção de responsabilidade.

18. Com relação aos direitos creditórios objeto de disputa judicial, abordados em pleito da Quorum e da BRL, a SIN entendeu não ser necessária dispensa formal por parte do Colegiado, sendo o assunto superado pelo fato de que, obrigatoriamente, os documentos comprobatórios de tais direitos devem permanecer junto aos autos da ação.

19. Tal entendimento já seria respaldado pelo relatório da Audiência Pública, nos termos do qual foi afastada a incidência do disposto no art. 38, VII, "a" e "b"<sup>[12]</sup> da Instrução CVM nº 356, de 2001 com relação aos mesmos direitos creditórios, sob a justificativa de que, *"em determinadas situações, é intrínseco ao curso de ações judiciais o recebimento dos recursos diretamente na conta do cedente, uma vez que os recursos serão depositados nas contas designadas pelo juízo"* (fl. 66).

20. Quanto ao pedido apresentado pela Quorum e pela BRL para dispensa do disposto no art. 39, §2º da Instrução CVM nº 356, de 2001, a SIN apresentou entendimento desfavorável, não tendo reconhecido no pleito quaisquer elementos que justificassem a dispensa.

21. Como lembrado pela área técnica, o tema foi o ponto central da Instrução CVM nº 531, de 2013. No âmbito da Audiência Pública, os conflitos de interesse no âmbito dos FIDC foram identificados em estruturas nas quais um mesmo participante domina duas pontas: (i) por um lado, a originação e cessão de créditos; e, por outro (ii) a aquisição desses mesmos créditos. No Brasil, previamente à aplicação das novas regras, a atuação de agentes nessa situação de conflito pode ser verificada.

22. Para mitigar os riscos decorrentes dessa estrutura, a SIN entendia na época da Audiência Pública – e ainda entende – ser necessário o aperfeiçoamento de controles sobre apenas uma das pontas da estrutura acima descrita, deixando a outra independente para exercer o seu papel. Dessa forma, a independência no exercício das atividades do fundo seria alcançada na medida em que se permitisse que os prestadores de serviço desenvolvessem suas atividades somente em relação a uma das pontas da estrutura (originação e cessão ou aquisição de direitos creditórios).

23. Sob essa lógica, foi editado o novo art. 39, §2º da Instrução CVM nº 356, de 2001, vedando a cessão de créditos por determinados prestadores de serviços contratados pelo fundo. No caso do custodiante, a vedação à cessão de créditos tem em vista, inclusive, o fato de que *"o custodiante é o principal participante 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” (fl. 67).*

24. Além disso, diante dos argumentos apresentados pela Quorum e pela BRL quanto à possibilidade de cessão de créditos pelo Banco Santander, indicado como um tradicional participante do mercado, a SIN destacou que, a fim de assegurar tratamento imparcial a todos os participantes, não existem métricas passíveis de classificá-los de acordo com o seu tamanho, tradição de atuação, etc. e, com base nisso, sujeitá-los a diferentes regras. Por essa razão, não pareceu razoável à SIN o atendimento ao pleito ora discutido.

### **Voto**

1. Conforme mencionado no relatório, o presente processo trata de pedidos apresentados, de um lado, pela Quorum Gestão de Investimentos Ltda. (“Quorum”) e pela BRL Trust DTVM S.A. (“BRL”), e, de outro, pela Gradual CCTVM S.A. (“Gradual”) com relação à dispensa do cumprimento de requisitos previstos na Instrução CVM nº 356, de 2001, após a sua alteração pela Instrução CVM nº 531, de 2013.

2. Pedi vista ao presente processo porque, apesar de concordar com o posicionamento da Superintendência de Relações com Investidores Institucionais (“SIN”) em relação aos pedidos apresentados pela Quorum e pela BRL quanto à guarda dos documentos que comprovam direitos creditórios objeto de disputa judicial e quanto ao cumprimento do art. 39, §2º da Instrução CVM nº 356, de 2001, não concordo com o entendimento manifestado pela mesma superintendência em relação à possibilidade de guarda, pelos cedentes, dos documentos comprobatórios de créditos adquiridos por um FIDC.

3. Dessa forma, abordarei no presente voto somente os argumentos pelos quais entendo não ser possível, adequada ou conveniente a dispensa de cumprimento do art. 38, V e §7º, II da Instrução CVM nº 356, de 2001, tal como pleiteado pela Quorum, pela BRL e pela Gradual.

4. Referidos comandos tratam da custódia e da guarda da documentação relativa aos direitos creditórios e demais ativos integrantes da carteira do fundo. A questão da guarda física de documentos que representam os créditos adquiridos pelos FIDC e, de maneira mais genérica, o papel do custodiante nesses fundos tem sido objeto de intenso debate, ao menos, desde 2010.

5. Referido debate está refletido em diversas decisões<sup>[13]</sup>, memorandos<sup>[14]</sup> e nos aperfeiçoamentos introduzidos na Instrução CVM nº 356, de 2001, pela Instrução CVM nº 531, de 2013.

6. Esse debate e os avanços que dele decorrem não foram exclusivamente fruto da natural obsolescência de regras pertinentes a uma matéria diante de inovações da indústria. Eles tem origem na experiência da CVM diante de situações bastante concretas em que a manutenção da guarda dos documentos relativos aos créditos cedidos aos FIDC junto da entidade cedente correspondeu a um importante foco de conflito de interesses e fraudes.

7. No passado, a prática de alguns participantes do mercado de manter os documentos representativos dos créditos cedidos possibilitou, em alguns casos concretos, a dupla cessão de direitos creditórios, a criação de direitos creditórios fictícios e um descontrole gerencial dessas cessões, prejudicando a confiança na indústria de FIDC.

8. Diante desse cenário em que a função de custodiante estava sendo delegada ao próprio originador ou cedente do crédito, a SIN consultou a Procuradoria Federal Especializada junto à CVM (“PFE”) a respeito da possibilidade de terceirização dos serviços de custódia e, em especial, da delegação a terceiros da guarda física dos documentos que embasam os créditos cedidos aos FIDC.

9. A PFE, por meio do MEMO/PFE-CVM/GJU-1/Nº 129/11, manifestou-se pela possibilidade de terceirização das atividades de custodiante somente a outro agente igualmente autorizado pela CVM a prestar serviços de custódia.



10. Em seguida, a SIN passou a exigir que os regulamentos dos FIDC fossem aprimorados, de forma a atender plenamente a Instrução CVM nº 356, de 2001, nos termos da manifestação da PFE.

11. Diante do entendimento da PFE e das ações de supervisão da SIN, alguns participantes do mercado propuseram novas estruturas que permitissem que a guarda física de documentos fosse feita por terceiros não autorizados para o exercício da atividade de custódia, mas que ao mesmo tempo mitigassem os riscos inerentes à terceirização da guarda física de documentos.

12. Com base em análise desenvolvida pela SIN no âmbito do Processo CVM nº RJ 2011/12712, o Colegiado, em reunião de 2.5.2012, aprovou a terceirização, pelos custodiantes, da guarda dos documentos comprobatórios e da cobrança dos direitos creditórios, desde que o custodiante não se eximisse de qualquer responsabilidade. Além da manutenção de suas responsabilidades, o Colegiado considerou, entre outros aspectos, que a guarda dos direitos creditórios seria operacionalizada por uma empresa especializada e independente em relação ao cedente e ao originador, além de observar um processo detalhado e pré-definido de averiguação da existência dos créditos, que envolvia a adoção de ações de controle por parte do custodiante.

13. Para justificar essa flexibilização, a SIN ponderou que *"a terceirização, per si, não é o cerne dos problemas que afetam a indústria e sim a forma como as terceirizações foram efetivamente implementadas, materializando hipóteses de conflito de interesses, nas quais o originador e/ou o cedente dos direitos creditórios, ao realizar atividades típicas dos custodiantes de FIDC, fragilizaram a plataforma regulatória"*.

14. Depois dessa decisão, algumas outras autorizações foram aprovadas em termos similares, mas todas com base nas premissas de que a terceirização não implicava um conflito de interesses e de que as funções de **gatekeeper** típicas do custodiante estavam sendo exercidas por um terceiro independente.

15. Tendo em vista a experiência acumulada com o debate descrito acima, o edital da Audiência Pública nº 05/2012 ("Audiência Pública"), que culminou na edição da Instrução CVM nº 531, de 2013, consubstanciou as preocupações da CVM naquele momento, buscando esclarecer o que se esperava dos custodiantes no que concerne às obrigações de guarda física de documentos, bem como as condições para delegação desses serviços a terceiros.

16. Referida audiência deixou claro que a proposta de norma tinha como objetivo aperfeiçoar determinados aspectos da Instrução CVM nº 356, de 2001, sobretudo, com relação: (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 de responsabilidades dos atores desse mercado<sup>[15]</sup>.

17. Sob essa perspectiva, ao permitir que o custodiante pudesse contratar, sem prejuízo de suas responsabilidades, prestadores de serviço para a verificação de lastro dos direitos creditórios e para a guarda da documentação a eles pertinente, a nova instrução vedou que fossem contratados o originador, o cedente, o consultor especializado ou partes a eles relacionadas (vide redação final do art. 38, §§ 6º, 7º e 8º da Instrução CVM nº 356, de 2001<sup>[16]</sup>).

18. No edital da Audiência Pública, destacou-se que tal vedação foi prevista em estrita relação com o objetivo central da Instrução CVM nº 531, de 2013. Sua principal motivação foi a de afastar os riscos oriundos de conflitos de interesses verificados quando os agentes acima mencionados exercem *"a atividade de guarda da documentação relativa aos direitos creditórios ou a de verificação desse lastro, minimizando a ocorrência de fragilidades nas estruturas dos FIDC que possibilitem fraudes tais como a dupla cessão de direitos creditórios"*<sup>[17]</sup>.

19. No âmbito da Audiência Pública, alguns participantes argumentaram que a vedação de contratação do originador, do cedente, do consultor especializado ou de partes a eles relacionadas (art. 38, §§ 6º, 7º e 8º da Instrução CVM nº 356, de 2001) não deveria ser aplicável em função das obrigações de **due diligence** pertinentes ao custodiante e da atribuição de responsabilidades aos fiéis depositários nos termos do art. 627 e seguintes do Código Civil<sup>[18]</sup>.



20. A CVM, por sua vez, rejeitou a flexibilização da regra, inclusive, na hipótese em que fosse contratualmente assegurado ao custodiante amplo acesso aos documentos. Conforme indicado no relatório da Audiência Pública, essa flexibilização *"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"*[19]. Por essa razão, a CVM mais uma vez ressaltou que *"há potencial conflito de interesses entre o controle e guarda da documentação comprobatória dos direitos creditórios e a sua origem e cessão, entendendo ser pertinente a associação de obrigações pelo gatekeeper responsável (custodiante) com as vedações presentes nos §§7º e 8º"* do art. 38 da Instrução CVM nº 356, de 2001[20].

21. Tal como mencionado pela SIN no âmbito do presente processo, as alterações promovidas pela Instrução CVM nº 531, de 2013 almejam e, em minha opinião, tem sido bem sucedidas em assegurar a preservação da credibilidade da indústria de FIDC como um todo.

22. Depois de iniciado o debate ora relatado, o único caso em que o Colegiado da CVM permitiu que a guarda física dos documentos relativos aos direitos creditórios cedidos a um FIDC permanecesse com o originador se deu no Processo Administrativo nº RJ2012/1961, decidido em 10.10.2012 e mencionado pela Gradual. Contudo, esse precedente é anterior à Instrução CVM nº 531, de 2013, e, ainda, trata de caso muito diferente daqueles aqui analisados.

23. Lá a totalidade das cotas do fundo seria adquirida por um único cotista, controlador do originador dos créditos a serem cedidos para o FIDC e havia uma vedação para negociação das cotas do fundo no mercado secundário. O controlador do originador não era realmente um investidor e, melhor do que qualquer outra pessoa, conhecia as condições do fundo e dos créditos cedidos ao FIDC.

24. Em outras palavras, no precedente trazido pelos interessados, não havia realmente terceiros a serem protegidos ou um risco à imagem da indústria de FIDC. Assim, a SIN entendeu que era possível conceder a dispensa da obrigação de o custodiante permanecer com a guarda física dos documentos relativos aos direitos creditórios com base no art. 9º da Instrução CVM nº 444, de 2006, tendo em vista que *"(i) não havia afronta ao interesse público; (ii) o investidor tinha conhecimento e aceitava as condições, encontrando-se, portanto, informado e protegido; e (iii) existia vedação a negociação secundária das cotas do fundo"*.

25. Isso posto, entendo não ser possível apontar o art. 9º da Instrução CVM nº 444, de 2006[21] ou o precedente mencionado acima como fundamento para a dispensa pleiteada nos casos sob análise, porque, nos termos de tal dispositivo, qualquer dispensa de requisitos previstos na Instrução CVM nº 356, de 2001, depende da inexistência de violação ao interesse público, o qual, nesse caso, parece corresponder justamente à segurança da indústria, à proteção do investidor e à mitigação dos conflitos de interesses ora discutidos.

26. Diante do amplo e longo debate havido nos últimos anos e consubstanciado na decisão citada e no novo texto da Instrução CVM nº 356, de 2001, não vejo porque a CVM deveria mudar seu entendimento a respeito da vedação de contratação do originador, do cedente, do consultor especializado ou de partes a eles relacionadas para a consecução da guarda física dos documentos que dão lastro aos direitos creditórios cedidos aos FIDC. A CVM estaria abrindo mão das proteções geradas pelos serviços de um **gatekeeper** importante na cadeia dos FIDC, produto tão relevante para o sistema financeiro nacional, sem uma justificativa que me pareça razoável ou pertinente.

27. Ademais, há ainda três observações que eu gostaria de fazer a respeito dos casos específicos aqui analisados e, em especial, a respeito de alguns dos elementos que justificam o entendimento da SIN.

28. Para a área técnica, um dos mais importantes elementos presentes nestes casos concretos e que justificaria permitir que o cedente mantivesse a guarda física dos documentos representativos de direitos creditórios seria o fato de o cedente se comprometer a pagar o valor integral de aquisição dos créditos caso eles não existam (não se confundindo com a substituição de direitos creditórios em que há uma mera troca de recebíveis). Essa obrigação de o cedente indenizar o fundo caso os direitos creditórios não existam supriria a necessidade de guarda física dos documentos.

29. Embora eu compreenda o raciocínio da SIN e entenda que o dever de indenizar o fundo imposto ao

cedente possa significar um conforto adicional para os investidores[22], cujo risco passa a ser analisado, em parte, pela solidez do próprio cedente e não do fundo, não vejo como tal característica possa mitigar a necessidade de segregação entre os diversos prestadores de serviços do fundo e a existência de **gatekeepers** independentes. Na hipótese de falha do cedente, como ocorrido em alguns casos concretos no passado, em nada tal obrigação de indenizar socorreria o investidor, tampouco tal obrigação seria capaz de prevenir fraudes.

30. A segunda observação é em relação ao frequente argumento de que os custos de implementação das regras trazidas pela Instrução CVM nº 531, de 2013, inviabilizariam a própria existência de FIDC com créditos pulverizados e de baixo valor.

31. Lembro, em primeiro lugar, que esses custos já foram considerados quando da elaboração da norma pela CVM. A fim de reduzir os impactos por esta gerados, a própria Instrução CVM nº 531, de 2013, admitiu como comprovante dos direitos creditórios não apenas a documentação física, mas também aquela: (i) emitida a partir dos caracteres criados em computador ou meio técnico equivalente e de que conste a assinatura do emitente que utilize certificado admitido pelas partes como válido; e (ii) digitalizada e certificada nos termos constantes em lei e regulamentação específica (vide a redação final do art. 38, §11 da Instrução CVM nº 356, de 2001[23]). Ou seja, há inúmeras formas de cumprir com o comando regulamentar e a CVM facultou ao custodiante escolher qual a forma de adaptação mais conveniente e, conforme o caso, menos custosa[24].

32. Há dois outros comentários sobre custos que merecem ser ponderados. Primeiro, a grande maioria dos FIDC se adaptou plenamente à regra em janeiro de 2014 – os requerentes representam uma porcentagem bastante pequena da indústria[25] e, por isso, o argumento de que os custos não justificam a própria existência do produto não me parece realista. Outros fundos com créditos tão dispersos quanto os dos requerentes cumprem hoje com os comandos da Instrução CVM nº 531, de 2013.

33. A segunda razão pela qual eu acredito que o argumento de que os custos inviabilizariam os FIDC são os recentes esforços legislativos e regulamentares no sentido de validar tecnologias mais atuais e baratas de armazenamento de dados, em especial, dentro do sistema financeiro nacional. Vale citar as Leis nº 12.682, de 2012, e 12.865, de 2013, que asseguram que o documento digitalizado terá o mesmo valor legal que o documento que lhe deu origem nas operações realizadas no sistema financeiro nacional, bem como os esforços do Banco Central do Brasil para que muitos dos títulos bancários já nasçam em forma eletrônica.

34. Meu terceiro comentário diz respeito a um último argumento dos requerentes. De acordo com eles, a lógica de cobrança de créditos dispersos de baixo valor prescinde de documentos. A cobrança é feita em geral por meio de negociação extrajudicial com os devedores. E, por esse motivo, seria indiferente para os investidores quem mantém a guarda física dos documentos que representam os direitos creditórios.

35. Eu não questiono o fato de a cobrança de créditos dispersos e de baixo valor ser feita sem a necessidade de documentos. Parece bastante lógico que a cobrança de créditos de baixo valor privilegie formas mais baratas e céleres como as negociações extrajudiciais e que, para isso, a documentação seja menos relevante.

36. No entanto, a exigência de guarda física dos documentos não tem por objetivo viabilizar a cobrança dos créditos cedidos aos FIDC, mas sim garantir a verdadeira cessão do crédito e, conseqüentemente, a sua propriedade pelo fundo. Portanto, é pouco relevante para o bem jurídico protegido pelo comando ora discutido se a cobrança dos créditos cedidos pode ser feita sem a documentação pertinente ao crédito.

37. Por fim, julgo pertinente esclarecer que, antes de alterar ou flexibilizar os termos de norma recentemente editada, é adequado e conveniente enfrentar com firmeza o período de adaptação da indústria às novas regras. A Instrução CVM nº 531, de 2013, obviamente muda os custos e a maneira de estruturar os FIDC. O objetivo da reforma era esse, era tornar esses fundos mais seguros. E parece precipitado falar que tal reforma inviabiliza a indústria de FIDC, mesmo os FIDC-NP de créditos pulverizados inadimplidos, tendo em vista que os requerentes representam uma parcela reduzida dos fundos hoje existentes.

38. Conforme procurei demonstrar acima, estou convencida de que (i) a estrutura dos FIDC Ipanema e do FIDC Itapeva não atende as expectativas da CVM consolidadas na Instrução CVM nº 531, de 2013, com relação à mitigação de conflitos de interesses na guarda da documentação pertinente aos direitos creditórios cedidos aos fundos; bem como, de que (ii) qualquer flexibilização dos comandos trazidos pela reforma de 2013 é precipitada.

39. Por todo o exposto acima, voto pelo indeferimento do pedido de dispensa formulado pela Quorum, pela BRL e pela Gradual quanto ao cumprimento do art. 38, V, bem como do art. 38, §7º, II da Instrução CVM nº 356, de 2001.

Rio de Janeiro, 27 de maio de 2014.

**Luciana Dias**

Diretora

---

[1] Art. 38. O custodiante é responsável pelas seguintes atividades: (...) V – fazer a custódia e a guarda da documentação relativa aos direitos creditórios e demais ativos integrantes da carteira do fundo.

Art. 39, § 2º. É vedado ao administrador, gestor, custodiante e consultor especializado ou partes a eles relacionadas, tal como definidas pelas regras contábeis que tratam desse assunto, ceder ou originar, direta ou indiretamente, direitos creditórios aos fundos nos quais atuem.

[2] Art. 38, § 7º. Os prestadores de serviço contratados de que trata o § 6º não podem ser: (...) II – cedente.

[3] Dentre os FIDC Ipanema, quando da formulação do pedido de dispensa, apenas dois já estavam em operação e, juntos, possuíam 985.925 contratos de créditos vencidos num valor de face de aproximadamente R\$ 1,2 bilhões e 1.842 direitos creditórios objeto de disputa judicial.

[4] Em 31.7.2013, a carteira de investimento do FIDC Itapeva contava com 1.728.356 direitos creditórios, cujo valor de face total correspondia a R\$6.814.237.237,00.

[5] Dentre as hipóteses que ensejam a anulação da cessão de créditos, a Gradual destaca: (i) o reconhecimento de que qualquer das declarações e garantias prestadas pelos cedentes no momento da cessão é falsa, incorreta ou inexata, afetando a existência ou validade dos direitos creditórios; e (ii) a verificação da inexistência do direito creditório, decorrente de fraude, não preenchimento dos requisitos previstos no art. 104 do Código Civil, liquidação da dívida em data anterior à cessão, dentre outras (fl. 35).

[6] Conforme explicado pela Gradual, os contratos atualmente celebrados pelo FIDC Itapeva para a cessão de créditos em massa prevêm um teto de solicitações mensais de documentos (normalmente, correspondente a 50 documentos) sem custo adicional ao fundo. Porém, solicitações adicionais estão sujeitas a um custo fixo por documento, correspondente a, em média, R\$20,00.

[7] Dados de 31.7.2013 indicados pela Gradual (fl. 36).

[8] Trata-se do Processo Administrativo nº RJ2012/1961, julgado em 10.10.2012.

[9] Art. 46. A instituição administradora é obrigada a divulgar, ampla e imediatamente, qualquer ato ou fato relevante relativo ao fundo, de modo a garantir a todos os condôminos acesso às informações que possam, direta ou indiretamente, influir em suas decisões quanto à respectiva permanência no mesmo, se for o caso.

[10] Esse artigo prevê que, nos fundos em que haja significativa quantidade de créditos cedidos e expressiva diversificação de advedores, *“se o reduzido valor médio dos direitos creditórios não justificar a realização de verificação por amostragem ali referida, o regulamento do fundo poderá eximir o custodiante de tal responsabilidade”*.

[11] Nos, termos do art. 8º, §3º, IV da Instrução CVM nº 356, de 2001, o diretor ou sócio-gerente deve elaborar demonstrativo trimestral que evidencie, em relação ao trimestre a que se refere, os resultados da verificação do lastro por amostragem ou não, realizada pelo custodiante, explicando, dentre o universo analisado, a quantidade e a relevância dos créditos inexistentes porventura encontrados.

[12] 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).

[13] Ver, como exemplo, o Processo CVM nº RJ2011/12712 e o Processo CVM nº RJ2012/7947.

[14] Ver, como exemplo, o MEMO/PFE-CVM/GJU-1/Nº 129/11, no qual a Procuradoria Federal Especializada junto à CVM manifestou-se pela impossibilidade de terceirização das atividades de custodiante, e o Ofício Circular/CVM/SIN/Nº 4/2012 em que a área técnica destacou a decisão do Colegiado quanto à possibilidade de terceirização dos serviços de guarda física: *“ART. 38,IV, INSTRUÇÃO CVM Nº 356/01 - O Colegiado, em reunião de 2/5/2012, no âmbito do Processo CVM nº RJ -2011 - 12712 (Driver Brasil One Banco Volkswagen FIDC Financiamento de Veículos), aprovou a terceirização pelos custodiantes do fundo de alguns dos serviços previstos no art. 38, IV, a saber, a guarda dos documentos comprobatórios e a cobrança dos direitos creditórios, desde que o custodiante não se exima de qualquer responsabilidade. Para tal decisão, o Colegiado considerou que (i) a guarda dos direitos creditórios será operacionalizada pela Recall, não pelo cedente, observado um processo detalhadamente pré - definido, que envolve a adoção de ações de controle por parte do Custodiante; (ii) a cobrança, conforme estruturada, embora origine um trânsito de 3 dias pelo patrimônio do cedente, ao contar com*

*bancos de cobrança e conta vinculada sob o controle do Custodiante, não representa risco de fungibilidade; (iii) as cessões de direitos creditórios serão registradas na Central de Cessão de Crédito – C3, administrada pela CIP - Câmara Interbancária de Pagamentos; e (iv) a proposta não representa prejuízo ao interesse público, à adequada informação ou à proteção do público investidor (no caso, formado exclusivamente por investidores qualificados), nem tampouco hipótese de fragilização da regulação que incide sobre as operações dos FIDC.”*

[15] Edital de Audiência Pública nº 05/2012, disponível em: <http://www.cvm.gov.br/port/audi/ed0512sdm.pdf>. Último acesso em 16.1.2014.

[16] Art. 38, § 6º Os custodiantes somente poderão contratar prestadores de serviço para a verificação de lastro dos direitos creditórios referidas nos incisos II e III e para guarda da documentação de que tratam os incisos V e VI, sem prejuízo de sua responsabilidade.

§ 7º Os prestadores de serviço contratados de que trata o § 6º não podem ser:

I – originador;

II – cedente;

III – consultor especializado; ou

IV – gestor.

§ 8º A restrição mencionada no § 7º também se aplica a partes relacionadas, tal como definidas pelas regras contábeis que tratam desse assunto, aos participantes listados nos seus incisos I ao IV.

[17] Edital de Audiência Pública nº 05/2012, disponível em: <http://www.cvm.gov.br/port/audi/ed0512sdm.pdf>. Último acesso em 16.1.2014.

[18] A título de exemplo, menciona-se que o art. 629 do Código Civil dispõe que “[o] depositário é obrigado a ter na guarda e conservação da coisa depositada o cuidado e diligência que costuma com o que lhe pertence, bem como a restituí-la, com todos os frutos e acréscimos, quando o exigir o depositante”.

[19] Relatório da Audiência Pública nº 05/2012. Disponível em: [www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br). Último acesso em 16.1.2014.

[20] Idem.

[21] Art. 9º. 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.

[22] Quanto a esse caráter adicional, noto que, nos termos do art. 295 do Código Civil, “[n]a cessão por título oneroso, o cedente, ainda que não se responsabilize, fica responsável ao cessionário pela existência do crédito ao tempo em que lhe cedeu”.

[23] Art. 38, § 11. Para fins do disposto neste artigo, considera-se documentação dos direitos creditórios aquela:

I – original emitida em suporte analógico;

II – emitida a partir dos caracteres criados em computador ou meio técnico equivalente e de que conste a assinatura do emitente que utilize certificado admitido pelas partes como válido;

III – digitalizada e certificada nos termos constantes em lei e regulamentação específica.

[24] Com relação aos custos, a CVM se manifestou expressamente no relatório da Audiência Pública no sentido de 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”.

[25] Em 31.3.2014, o FIDC Itapeva e os FIDC Ipanema operacionais correspondiam a 3,57% do número total de FIDC-NP registrados na CVM e representavam 0,40% do patrimônio líquido desse mesmo universo ou, ainda, 1,70% se desconsiderado o FIDC-NP do Sistema Petrobrás. Além disso, vale notar que, após a edição da Instrução CVM nº 531, de 2013, foram apresentados à CVM pedidos de dispensa somente em relação a 9 FIDC-NP (incluindo o FIDC Itapeva e os FIDC Ipanema), dentre os quais 6 se encontram em operação, 2 já obtiveram registro junto à CVM, mas ainda são pré-operacionais, e 1 ainda se encontra em fase de registro.