



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Memorando nº 52/2016-CVM/SIN/GIE

Rio de Janeiro, 14 de julho de 2016.

De: GIE

Para: SIN

Assunto: Consulta sobre a possibilidade de aquisição, por fundos de investimento em direitos creditórios ("FIDCs"), de créditos de sociedades empresárias em recuperação judicial e extrajudicial - Processo SEI nº 19957.004284/2016-16

1. Trata-se de consulta, formulada pela Associação Nacional dos Participantes em Fundos de Investimento em Direitos Creditórios Multecedentes e Multisacados ("ANFIDC"), sobre a possibilidade de que FIDC em geral adquiram direitos creditórios performados e originados por sociedades empresárias que se encontrem em processo de recuperação judicial ou extrajudicial, com plano de recuperação aprovado em juízo e com coobrigação do originador.

A) CONSULTA

2. No âmbito dos Processos CVM nº 2012-13061 e nº 2014-5041, o Colegiado já havia deliberado, por unanimidade e em 23/6/2015, que os FIDCs em geral poderiam adquirir os direitos creditórios cedidos por sociedade empresária em recuperação judicial ou extrajudicial, desde que contam com plano aprovado em juízo, que tal aprovação tivesse transitado em julgado, e ainda, que tais créditos não contassem com a coobrigação do cedente.

3. No entanto, a ANFIDC, após ciência da decisão de Colegiado sobre a matéria, vem questionar em nova manifestação de 26/10/2015 sobre a possibilidade de se adotar uma interpretação extensiva do artigo 1º, § 1º, V, da ICVM nº 444/06 para o caso dos FIDC objeto da consulta, que, como se sabe, não são abrangidos por essa norma, que se dedica a regular os fundos de investimento em direitos creditórios não padronizados ("FIDC-NP"). É o teor do dispositivo:

Art. 1º A presente Instrução dispõe sobre a constituição e o funcionamento dos Fundos de Investimento em Direitos Creditórios Não-padronizados – FIDC-NP.

§ 1º Para efeito do disposto nesta Instrução, considera-se Não-Padronizado o FIDC cuja política de investimento permita a realização de aplicações, em quaisquer percentuais de seu patrimônio líquido, em direitos creditórios:

...

V – originados de empresas em processo de recuperação judicial ou extrajudicial;

4. Nesse contexto, argumenta que, na melhor interpretação para aquele dispositivo, caberia afastar as restrições impostas pela referida decisão da CVM, de forma a permitir que os FIDC em geral possam adquirir créditos cedidos por empresas em recuperação extrajudicial e judicial, mesmo nos casos em que haja coobrigação de empresas em recuperação judicial, bem como na hipótese de a homologação judicial ainda não ter transitado em julgado.

5. Para tanto, defende que interpretação diversa reduz indevidamente, inclusive, os poderes discricionários do gestor na condução do fundo, pois ele poderia ser obrigado a não mais adquirir créditos de um cedente já habitual que viesse, depois do início das operações de cessão ao fundo, a entrar em procedimento de recuperação judicial ou extrajudicial.

6. Em seu pedido, a ANFIDC destaca que, no âmbito dos Processos CVM nº RJ-2012-13061 e RJ-2014-5041, a própria decisão de Colegiado, ao interpretar o artigo 1º, § 1º, V da ICVM nº 444/06, não teria afastado "a discricionariedade do gestor de fundo de investimento em direitos creditórios padronizados", até porque, de fato, deveriam ser preservados "os poderes discricionários inerentes a função de gestão, e a possibilidade de manter, por determinado período e a seu critério, baseado na avaliação de risco, as cessões de direitos creditórios realizados com cedentes que venham a ser submetidos a processo de recuperação judicial ou extrajudicial após o início de suas operações com o fundo". É o principal teor da referida decisão:

Trata-se de pedido de registro de funcionamento do UM.BI FIDC Multissetorial 10 LP, no âmbito do Proc. RJ2012/13061, administrado e custodiado pelo Banco Petra S.A. ("Banco Petra"), que tem por objetivo a aquisição de direitos creditórios performados e originados por sociedades empresárias em processo de recuperação judicial ou extrajudicial, com plano de recuperação aprovado em juízo e sem coobrigação do originador. Nesse contexto, o Banco Petra também solicita dispensa do art. 1º, §1º, V, da Instrução CVM 444/2006 ("Instrução 444"), para que seja possível a aquisição de tais direitos creditórios por um FIDC, e não FIDC-NP.

Já no âmbito do Proc. RJ2014/5041, a Pátria Investimentos Ltda. ("Pátria Investimentos"), na qualidade de gestora do Pátria Credit Fundo de Investimento em Direitos Creditórios Multissetorial, formulou consulta sobre (i) a possibilidade de um FIDC adquirir direitos creditórios cedidos por sociedade em recuperação judicial; e (ii) se a correta interpretação do art. 1º, §1º, V, da Instrução CVM 444, seria a de que direitos creditórios "originados de empresas em processo de recuperação judicial ou extrajudicial" devem ser entendidos como direitos creditórios devidos por tais empresas.

Por se tratar de temas relacionados, a Superintendência de Relações com Investidores Institucionais – SIN realizou a análise das demandas conjuntamente. Após consulta à Procuradoria Federal Especializada da CVM, a SIN manifestou-se favoravelmente à possibilidade de um FIDC padronizado adquirir direitos creditórios performados e originados por empresas em processo de recuperação judicial ou extrajudicial, com plano de recuperação aprovado em juízo e sem coobrigação do originador, por entender que o risco dos créditos, após a cessão, está limitado ao sacado que não se encontra em recuperação judicial ou extrajudicial.

Ademais, a SIN entende que, no art. 1º, §1º, V, da Instrução 444, estariam enquadrados apenas os direitos creditórios cujos riscos de inadimplemento, especialmente os jurídicos e/ou operacionais, estejam, após a cessão, suportados, parcialmente ou totalmente, pelas sociedades empresárias em recuperação judicial ou extrajudicial. Portanto, a condição de originador e/ou cedente dos direitos creditórios, por si só, não constitui vedação a que tais direitos sejam adquiridos por FIDC, ao invés de FIDC-NP. Por outro lado, quando esse tipo de sociedade empresária for devedora, os direitos creditórios devem ser classificados como não padronizados.

A SIN alertou, ainda, que é necessário que os sacados sejam notificados da cessão dos créditos adquiridos pelos fundos, nos termos do art. 290 do Código Civil/2002.

O Colegiado, por unanimidade, acompanhou em parte a manifestação da SIN, consubstanciada no Memorando nº 21/2015-CVM/SIN/GIE. Em sua decisão, o Colegiado considerou que podem ser adquiridos por FIDC os direitos creditórios cedidos por sociedade empresária em

recuperação judicial ou extrajudicial, com plano aprovado em juízo e transitado em julgado, e sem coobrigação do cedente.

Entretanto, de acordo com o Colegiado, devem ser classificados como não padronizados (i) os direitos creditórios em que o devedor ou coobrigado for sociedade empresária em recuperação judicial ou extrajudicial e, ainda, (ii) os direitos creditórios cedidos por sociedade empresária em recuperação judicial ou extrajudicial e com plano de recuperação cuja homologação judicial ainda não tenha transitado em julgado. O Colegiado ressaltou, em relação a esses últimos, que o risco de reversão, nas instâncias recursais, da homologação do plano de recuperação demanda análise mais aprofundada do investidor, a justificar, assim, a classificação dos direitos créditos como não padronizados.

7. Assim, ao repisar os fundamentos da decisão anterior do Colegiado, reforça que a discricionariedade do gestor se enquadra como fundamento ao seu dever fiduciário, e que, dessa forma, recai sobre o exercício de suas funções. Tal poder, nesse contexto, buscaria sua legitimidade na ampla liberdade que deve ter o gestor para decidir sobre a composição da carteira administrada, sempre baseado no melhor interesse dos investidores.

8. Ainda relembra a possibilidade de que a aquisição de direitos creditórios cedidos por empresas em recuperação judicial ou extrajudicial deveria ser possível mesmo quando não estivesse prevista na política de investimento do fundo de forma objetiva quando, eventualmente, um ou mais de seus cedentes venha a se submeter de forma superveniente a tais processos. Nesse diapasão, questiona a consulta, inclusive, se a referida decisão da CVM permitiria ao gestor escolher o melhor momento para a interrupção da aquisição de tais direitos creditórios, dada a nova situação jurídica e de fato de seu cedente.

9. Defende, também, que um possível e hipotético rompimento imediato das operações de um FIDC com um cedente, pelo fato de ter entrado em processo de recuperação judicial ou extrajudicial, poderia resultar em um risco superior e mais relevante para a carteira do fundo. Além disso, o propósito de uma recuperação judicial ou extrajudicial seria de buscar se recuperar um empresa em dificuldade financeira, e, caso o desligamento com o fundo ocorra de forma abrupta, o risco de inadimplência da carteira seria até majorado, o que geraria um efeito contrário ao que se pretendia, com a vedação, evitar.

10. Assim, devido a esses aspectos, concorda a ANFIDC que seria melhor garantir o exercício do poder discricionário pelo gestor, em cada caso, com base em sua avaliação de risco e dos impactos para a carteira do fundo, ao invés de exigir uma interrupção imediata das aquisições de direitos creditórios do cedente que ingresse em um processo de recuperação extrajudicial ou judicial.

11. Por outro lado, expressou sua discordância do entendimento manifestado da CVM de exigir o trânsito em julgado da aprovação do plano como uma condição para tais cessões, pois uma eventual reversão da homologação do plano de recuperação em instâncias recursais, em sua visão, nada alteraria ou prejudicaria a perfeição jurídica dessa cessão, já que a operação é permitida e protegida pela Lei nº 11.101/05, e assim, não acarretaria um maior nível de risco.

12. Nesse sentido, em que pese a inexistência de trânsito em julgado da decisão judicial de homologação acarretar o suposto risco de reversão dessa decisão, a ensejar a classificação do crédito como não padronizado, ainda nesse contexto não existiria possibilidade de que a operação de transferência de direitos creditórios pelo cedente ao FIDC fosse prejudicada, pois a operação de cessão de créditos da empresa em recuperação independeria e estaria totalmente desvinculada da aprovação do plano de recuperação.

13. Para defender seu ponto de vista, relembra o teor da própria Lei nº 11.101/05, que admite a continuidade das empresas em recuperação e de suas operações, e que, dessa forma, estariam aptas a contrair novos direitos e obrigações, inclusive por meio da venda de ativos. Assim, a cessão de créditos seria plenamente permitida durante o processo de recuperação, sem depender para tanto que o plano de recuperação tenha transitado em julgado, razão pela qual não deveria a possibilidade de aquisição de

seus créditos se restringir ao estado e situação do processo de recuperação no Poder Judiciário.

14. A ANFIDC ainda relembra que não estariam presentes no caso as possíveis preocupações advindas da análise do artigo 129 da Lei Federal nº 11.101/2005, que prevê a possibilidade de declaração de ineficácia ou nulidade do juízo sobre certos negócios jurídicos, em especial nos casos de convalidação da recuperação judicial em falência, ou no caso de decretação de falência da empresa. E isso porque, a teor do artigo 136, § 1º, da lei 11.101/05, as operações de alienação de ativos para fins de securitização estão excluídas do rol de tais hipóteses de ineficácia e nulidade.

15. Por fim, traz à tona as consequências negativas que tal exigência impõe à empresa envolvida, já que é grande a dificuldade de obtenção de crédito por uma empresa que se vê envolvida em um processo de recuperação judicial, o que é provado pelo baixo índice da efetiva recuperação, hoje, no Brasil. Dessa forma, a interrupção repentina de uma fonte de recursos, justamente em um momento no qual o cedente enfrenta uma enorme dificuldade econômica, a justificar o processo de recuperação em si, poderia dificultar ainda mais, ou mesmo inviabilizar por completo, a sua eventual recuperação.

16. Nesse aspecto, o argumento se baseia em uma defesa da ordem econômica, garantindo uma maior possibilidade de recuperação das empresas. Além disso, busca-se basear no fato de que com a decisão há uma significativa limitação do público investidor que terá acesso aos investimentos em cotas de FIDC Não Padronizados, que por sua vez possui um patrimônio significativamente menor dos que os FIDC Padronizados.

17. Outro aspecto tratado pela consulta da ANFIDC diz respeito ao segundo dos requisitos exigidos pelo Colegiado em sua decisão, qual seja, a exigência de que os créditos cedidos não contem com a coobrigação do cedente, em recuperação judicial ou extrajudicial.

18. Nesse ponto, a consulta argumenta que o cedente somente figurará como coobrigado pelo adimplemento de um crédito cedido para um FIDC quando lhe prestar algum tipo de garantia fidejussória, ou seja, aquela concedida por pessoas, e não por bens. Nesse sentido, a existência de uma coobrigação em garantia nunca seria negativa, porque a capacidade de pagamento do terceiro garantidor não afeta a capacidade de pagamento do devedor principal, e tampouco restringe a exigibilidade do crédito. Dessa forma, o efeito da coobrigação somente poderá ter um caráter positivo ou neutro, e não seria eficiente, para o mercado, que um FIDC em geral seja proibido de adquirir um crédito apenas pelo fato de contar com a coobrigação de uma empresa que se encontra em recuperação judicial ou extrajudicial.

B) MANIFESTAÇÃO DA ÁREA TÉCNICA

B.1) AQUISIÇÃO POR FIDC DE DIREITOS CREDITÓRIOS CEDIDOS POR EMPRESA EM RECUPERAÇÃO COM COBRIGAÇÃO DO CEDENTE

19. No que concerne à aquisição, por um FIDC não regulado pela Instrução CVM nº 444/2006, de direitos creditórios cedidos por empresas em recuperação judicial, relembramos o teor da decisão de Colegiado desta Autarquia no âmbito dos processos RJ-2012-13061 e RJ-2014-5041, de onde ficou firmado que devem ser classificados como não padronizados (i) os direitos creditórios em que o devedor ou coobrigado for sociedade empresária em recuperação judicial ou extrajudicial e (ii) os direitos creditórios cedidos por sociedade empresária em recuperação judicial ou extrajudicial e com plano de recuperação cuja homologação judicial ainda não tenha transitado em julgado.

20. Considerando a referida decisão do Colegiado, entendemos que é vedado a um FIDC em geral a aquisição de direitos creditórios classificados como operações sem aquisição substancial de riscos e benefícios, na hipótese de o coobrigado ser empresa em recuperação judicial ou extrajudicial, nos termos § 2º do art. 3º da Instrução CVM nº 489/11 (Plano Contábil de Contas dos FIDC).

21. Essa interpretação se justifica devido à instabilidade típica de um processo de recuperação, visto que, no caso de o devedor principal não pagar a obrigação, a cobrança recairia à empresa em recuperação, cujas especificidades e prerrogativas legais atribuíveis a sua situação estão longe de ser

consideradas triviais.

22. Como assumido pela ANFIDC, é verdade que a coobrigação por um cedente, qualquer que seja sua situação, confere uma garantia adicional que não importaria riscos de crédito adicionais aos direitos creditórios envolvidos. Mas a visão desta área técnica não se reduz à perspectiva da qualidade de crédito com ou sem a coobrigação do cedente em recuperação judicial, mas, muito além disso, à dificuldade de compreensão e precificação desse risco pelo público típico dos FIDC convencionais, que possui um grau menor de sofisticação e conhecimentos sobre o mercado de crédito, sem dúvida, do que aquele dedicado aos FIDC-NP, onde a aquisição de tais créditos já seria possível, aliás, à luz das permissões contidas na Instrução CVM nº 444/2006.

B.2) HOMOLOGAÇÃO DO PLANO DE RECUPERAÇÃO DA EMPRESA

23. Em relação a esse ponto, o Colegiado destacou, na decisão anterior já referida, que o risco de reversão, nas instâncias recursais, da homologação do plano de recuperação demanda uma análise mais aprofundada dos investidores do veículo, assim como uma sofisticação na precificação do risco envolvido, o que de fato justifica a classificação dos direitos creditórios como não padronizados.

24. De toda forma, quanto ao requisito de trânsito em julgado da decisão judicial que homologa o plano de recuperação da empresa cedente e à necessidade de homologação, reconhecemos, de fato, que tal requisito, à luz dos requisitos legais aplicáveis a esses créditos, conforme trazidos pela consulta, poderia ser afastado de forma a permitir, ainda que o plano não tenha transitado em julgado, a classificação dos direitos creditórios como padronizados. Isso porque, como bem lembrado pela consulta, a validade e eficácia da operação de cessão de crédito está protegida e desvinculada da aprovação do plano de recuperação, nos termos do artigo 136, §1º da lei nº 11.101/05, que segue transcrito abaixo para referência:

Art. 136. Reconhecida a ineficácia ou julgada procedente a ação revocatória, as partes retornarão ao estado anterior; e o contratante de boa-fé terá direito à restituição dos bens ou valores entregues ao devedor.

§ 1º Na hipótese de securitização de créditos do devedor, não será declarada a ineficácia ou revogado o ato de cessão em prejuízo dos direitos dos portadores de valores mobiliários emitidos pelo securitizador. (grifo nosso)

25. Dessa forma, como se vê da leitura do referido dispositivo legal, o fato de a empresa estar em processo de recuperação judicial ou extrajudicial não compromete a sua opção de contrair obrigações e titularizar seus créditos, ou seja, exercer de forma ampla a personalidade jurídica que nela ainda persiste. Nesse contexto, desde que observe os preceitos de transparência e publicidade da Lei de Recuperação Judicial e Extrajudicial, fica a operação protegida de uma possível invalidação.

26. Assim, parece mesmo à área técnica que o fato da decisão da aprovação do plano de recuperação da empresa ainda não ter transitado em julgado não interferiria, de maneira crítica ou relevante, na validade ou eficácia da cessão praticada, razão pela qual, defendemos que tais direitos creditórios sejam, na hipótese, classificados como padronizados, o que, por consequência, os tornaria elegíveis à aquisição por parte de FIDC em geral, mesmo aqueles não abrangidos pelas dispensas previstas na Instrução CVM nº 444/2006.

B.3) COMENTÁRIOS ADICIONAIS

27. No que tange ao argumento, suscitado na consulta, de que as vedações ou restrições impostas pela decisão de Colegiado afetariam ou limitariam indevidamente os poderes discricionários do gestor, vale dizer que, na avaliação desta área técnica, tais poderes não podem ser interpretados ou lidos como ilimitados, pois, na visão da SIN, eles devem sempre se ater e ficar circunscritos à regulação e os precedentes da CVM, assim como as demais normas que regem - e, por vezes, limitam - sua atuação no mercado, ainda que o exercício dessa liberdade possa ser atribuída, como quer fazer parecer a consulta, aos interesses do fundo ou de seus cotistas.

28. Não custa sempre sublinhar que as eventuais limitações no exercício do gestor de seus poderes discricionários de gestão é uma das bases da regulação da CVM, que sempre define, para os gestores dos fundos por ela regulados, limites e condições diversos que variam em função de parâmetros alinhados com legítimas preocupações regulatórias associadas à proteção do investidor, a transparência dos veículos envolvidos e a capacidade de supervisão da Autarquia.

29. Não à toa tais veículos, justamente por isso, contam com variados graus de liberdade atribuída à gestão em função do nível de qualificação do investidor envolvido (aliás, como ocorre no caso dos FIDC e FIDC-NP), do fator de risco próprio do veículo (por exemplo fundos de ações e multimercado contam com dispensas de limites por emissor não aplicáveis a outras classes de fundos), e do segmento regulado em si (como as diferenças existentes entre os fundos regulados pela Instrução CVM nº 555/14 e os outros tipos de fundos regulados pela CVM).

C) CONCLUSÃO

30. Em face do exposto, sugerimos, em linhas gerais, a manutenção do entendimento exarado no âmbito dos processos RJ-2012-13061 e RJ-2014-5041, de forma a classificar como não padronizados os direitos creditórios em que o coobrigado for sociedade empresária em recuperação judicial ou extrajudicial. Entretanto, somos da opinião de que os direitos creditórios cedidos por sociedade empresária em recuperação judicial ou extrajudicial e com plano de recuperação podem ser classificados como padronizados, ainda que a homologação judicial da recuperação não tenha transitado em julgado.

31. Com relação ao primeiro pleito, defendemos sua improcedência dada a complexidade esperada de um processo de recuperação judicial e extrajudicial, que traz desafios particulares na precificação desse risco que sem dúvida impactará o preço pelo qual tais ativos serão negociados pelo fundo, mas cuja compreensão pelo investidor próprio desses veículos (no caso, apenas qualificados, nos termos do artigo 3º, II, da Instrução CVM nº 356/01) não seria a mesma que se poderia esperar daqueles investidores já admitidos a tamanha exposição (no caso, os definidos como profissionais pela regulamentação dos FIDC-NP, conforme artigo 4º da Instrução CVM nº 444/2006).

32. Entretanto, em relação à exigência de que a homologação transite em julgado, entendemos de fato que ela poderia ser afastada, visto que, conforme exposto na consulta e previsto no artigo 136, § 1º, da Lei nº 11.101/2005, ainda que ocorresse uma reversão do plano de recuperação em instâncias recursais ou superiores, essa mudança não teria o condão de afetar a validade ou eficácia da cessão de direitos creditórios realizada pela empresa em recuperação judicial, e assim, a possibilidade de revisão dos termos da recuperação em curso não teria o condão de trazer novas e mais complexas variáveis à avaliação do risco.

33. Por fim, sugerimos que o presente processo seja sorteado para a relatoria por parte de um dos diretores do Colegiado, tendo em vista que a decisão de Colegiado proferida no âmbito dos processos RJ-2012-13061 e RJ-2014-5041 não acompanhou, na íntegra, a manifestação da área técnica na época, tampouco a exposta neste memorando.

À sua consideração.

David Menegon

Gerente de Acompanhamento de Fundos Estruturados - Em Exercício

De acordo. Ao SGE, com proposta de que a relatoria do recurso seja conduzida por um dos membros do Colegiado.

Daniel Walter Maeda Bernardo

Superintendente de Relações com Investidores Institucionais



Documento assinado eletronicamente por **Daniel Walter Maeda Bernardo, Analista**, em 14/07/2016, às 23:20, conforme art. 1º, III, "b", da Lei 11.419/2006.



A autenticidade do documento pode ser conferida no site https://sei.cvm.gov.br/conferir_autenticidade, informando o código verificador **0133453** e o código CRC **B7FBB474**.
*This document's authenticity can be verified by accessing https://sei.cvm.gov.br/conferir_autenticidade, and typing the "Código Verificador" **0133453** and the "Código CRC" **B7FBB474**.*