



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

PROCESSO ADMINISTRATIVO CVM SEI Nº 19957.004284/2016-16

Reg. Col. 0301/2016

Interessado: Associação Nacional dos Participantes em Fundos de Investimento em Direitos Creditórios Multicedentes e Multissacados – ANFIC.

Assunto: Consulta sobre a possibilidade de aquisição, por fundos de investimento em direitos creditórios, de créditos de sociedades empresárias em recuperação judicial e extrajudicial.

Diretor Relator: Gustavo Borba

Relatório

I. OBJETO

1. Trata-se de consulta formulada pela Associação Nacional dos Participantes em Fundos de Investimento em Direitos Creditórios Multicedentes e Multissacados ("ANFIDC") sobre a possibilidade de que fundos de investimento em direitos creditórios ("FIDC") padronizados adquiram direitos creditórios performados e originados por sociedades empresárias que se encontrem em processo de recuperação judicial ou extrajudicial, mesmo no caso de ausência do trânsito em julgado da decisão de homologação do plano de recuperação ou quando exista coobrigação do cedente.

II. FATOS

2. Em 23/06/2015, no âmbito dos Processos CVM nº 2012/13061 e nº 2014/5041, o Colegiado, por unanimidade, considerou que poderiam 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.

3. Entretanto, de acordo com o Colegiado, deveriam 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 cuja homologação do plano de recuperação ainda não tenha transitado em julgado.

4. Segundo a decisão, o risco de reversão, nas instâncias recursais, da homologação do plano de recuperação demandaria análise mais aprofundada do investidor, o que justificaria,



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

assim, a classificação dos direitos créditos enquadrados nas circunstâncias acima mencionadas como não padronizados.

III. CONSULTA

5. Após a manifestação do Colegiado, a ANFIDC apresentou consulta solicitando esclarecimentos sobre a possibilidade de se adotar a mesma interpretação do art. 1º, §1º, V, da ICVM nº 444/061, que trata dos FIDC não padronizados (“FIDC-NP”), para os FIDCs padronizados. A ANFIDC defende que os FIDC em geral possam adquirir créditos cedidos por empresas em recuperação judicial ou extrajudicial, com coobrigação e sem homologação judicial transitada em julgado.

6. Em uma primeira consulta, realizada em 21/10/2015, a ANFIDIC sustenta que a interpretação adotada reduziria indevidamente os poderes discricionários inerentes à função de gestão, uma vez que poderia interromper a negociação com um cedente habitual, caso este entrasse em recuperação judicial ou extrajudicial (fls. 01-06).

7. Ainda nesta primeira consulta, a ANFIDIC também consignou sua discordância em relação ao entendimento manifestado pela CVM no que concerne à exigência do trânsito em julgado da aprovação do plano de recuperação como condição para tais cessões. Alegou-se que uma eventual reversão da homologação do plano de recuperação em instâncias recursais não alteraria ou prejudicaria a perfeição jurídica dessas cessões, uma vez que este tipo de operação é permitido e protegido pela Lei nº 11.101/05.

8. Em 14/05/2016, a ANFIDIC apresentou nova consulta, por meio da qual, aprofundando a argumentação anteriormente exposta, argumentou que a Lei nº 11.101/05 permitiria que as empresas requerentes da recuperação mantivessem suas operações como de costume, estando aptas a contrair novos direitos e obrigações (fls. 07-17).

¹ 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;



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

9. Conforme o disposto no art. 66 da Lei nº 11.101/05², apenas os atos de alienação e oneração de bens pertencentes ao ativo permanente da empresa em recuperação sofreriam exceção, inexistindo qualquer restrição do gênero em relação aos bens do ativo circulante de tais empresas, como os direitos creditórios.

10. A ANFIDC também registrou que, no caso de convalidação da recuperação em falência ou de decretação de falência da empresa, a cessão de crédito não estaria no rol dos atos ineficazes ou nulos, expressamente elencados no artigo 129 da Lei nº 11.101/05. Nesse sentido, conforme explicitado no artigo 136, §1º, da referida lei³, as operações de alienação de ativos para fins de securitização estariam excluídas do rol de tais hipóteses de ineficácia e nulidade.

11. Outro aspecto tratado pela consulta concerne ao requisito da exigência de que os créditos cedidos não contenham coobrigação do cedente em recuperação judicial ou extrajudicial. Sobre o tema, a ANFIDC argumenta que a coobrigação do cedente somente poderia ser positiva ou neutra, pois a capacidade de pagamento do terceiro garantidor não afetaria a capacidade de pagamento do devedor principal, assim como também não constrangeria a exigibilidade do crédito.

12. Após contestar os requisitos estabelecidos pela CVM, a consulta apresenta quais seriam as possíveis consequências negativas advindas de sua manutenção.

13. A interrupção abrupta de uma fonte de crédito, provavelmente crucial para a cedente que enfrenta um processo de recuperação, dificultaria ou até mesmo inviabilizaria seu restabelecimento. Ademais, haveria uma significativa limitação do público investidor que teria acesso aos investimentos em cotas de FIDC não padronizados, os quais possuiriam patrimônio significativamente menor do que os dos FIDC padronizados.

14. Desse modo, a menor disponibilidade de recursos para investimentos nesse setor acabaria cerceando o potencial que as operações de securitização por meio de FIDC teriam para funcionar como meio de obtenção de capital de giro pelas empresas em recuperação.

² Art. 66. Após a distribuição do pedido de recuperação judicial, o devedor não poderá alienar ou onerar bens ou direitos de seu ativo permanente, salvo evidente utilidade reconhecida pelo juiz, depois de ouvido o Comitê, com exceção daqueles previamente relacionados no plano de recuperação judicial.

³ 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.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

15. Solicita-se, assim, que o Colegiado, caso decida por manter os requisitos anteriormente estabelecidos, confirme o entendimento de que, na hipótese de cedentes de um FIDC padronizado venham a ingressar em procedimento de recuperação após o início de suas operações com o fundo, caberia ao gestor, com base na avaliação de risco do crédito, optar pela manutenção das operações durante determinado período, inclusive com coobrigação do cedente.

IV. MANIFESTAÇÃO DA SIN (FLS. 21-26)

16. Embasados na decisão do Colegiado no âmbito dos Processos CVM nº RJ 2012/13061 e nº RJ 2014/5041, a Superintendência de Relações com Investidores Institucionais (“SIN”)⁴ manifestou seu entendimento no sentido de que seria vedado a um FIDC em geral a aquisição de direitos creditórios em que houvesse coobrigação da cedente em recuperação judicial ou extrajudicial, nos termos do §2º do artigo 3º da ICVM nº 489/11⁵ (Plano Contábil de Conta dos FIDC).

17. Esse entendimento decorreria da dificuldade de um processo de recuperação, tendo em vista que, caso o devedor principal não cumpra sua obrigação, a cobrança recai à cedente em recuperação, cujas especificidades e prerrogativas legais atribuíveis à sua situação seriam mais complexas.

⁴ Memorando nº 52/2016-CVM/SIN/GIE (fls. 21-26), de 14/07/2016.

⁵ Art. 3º Os FIDC, FIDC-PIPS e os FIDC-NP devem classificar as operações com direitos creditórios, para fins de registro contábil, nos seguintes grupos:

I - operações com aquisição substancial dos riscos e benefícios; ou

II – operações sem aquisição substancial dos riscos e benefícios;

[...]

§2º No grupo definido no inciso II do caput devem ser classificadas as operações em que o fundo não adquire substancialmente todos os riscos e benefícios de propriedade do direito creditório objeto da operação e que, como consequência, não ensejam a baixa do direito creditório nos registros contábeis do cedente, tais como:

I – cessão de direito creditório em conjunto com compromisso de revenda do mesmo ativo a preço fixo ou preço de compra adicionado de quaisquer rendimentos;

II – cessão de direito creditório em conjunto com operações de derivativos ou seguros nas quais o cedente ou parte relacionada garanta um retorno mínimo a quaisquer classes de cotas ou transfira a exposição ao risco de mercado ou de crédito de volta ao cedente ou parte relacionada;

III – cessão de direitos creditórios para os quais o cedente ou parte relacionada, garanta, por qualquer forma, inclusive com a aquisição de cotas subordinadas, compensar o fundo, no mínimo, pelas perdas de crédito prováveis de ocorrer, observado o disposto no art. 4º; e

IV – quaisquer outros mecanismos, fora das condições normais de mercado, que visem mitigar a exposição ao risco de mercado ou de crédito do fundo, tais como recompra, substituição ou permuta de direitos creditórios ou ainda aporte de cotas subordinadas pelo cedente ou parte relacionada, de forma recorrente ou sistemática.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

18. Ademais, para a área técnica, essa conclusão também se daria pela dificuldade de compreensão e precificação do risco da aquisição de créditos de cedente em recuperação pelo público típico dos FIDC convencionais, o qual possuiria um menor grau de sofisticação e conhecimento sobre o mercado de crédito.

19. Quanto ao requisito da homologação do plano de recuperação da empresa, a SIN reconheceu que esta condição poderia ser afastada, de modo a permitir a classificação dos direitos creditórios como padronizados, ainda que o plano de recuperação não tenha transitado em julgado. Isso porque a validade e eficácia da operação de cessão de crédito estariam resguardadas pelo art. 136, §1º, da Lei nº 11.101/05. Assim sendo, desde que fossem observados os preceitos de transparência e publicidade da referida lei, a operação ficaria protegida contra uma possível invalidação.

20. Portanto, o fato de a decisão da aprovação do plano de recuperação da empresa encontrar-se pendente de trânsito em julgado não interferiria na validade e eficácia da operação realizada, razão pela qual tais direitos creditórios poderiam ser classificados como padronizados.

21. Em relação ao argumento de que os requisitos impostos pela CVM limitariam indevidamente os poderes discricionários do gestor, a SIN entendeu que estes poderes não são tidos como ilimitados, pois eles devem sempre ficar circunscritos à regulação e aos precedentes da CVM, bem como às demais normas que regem sua atuação no mercado.

22. As eventuais limitações ao poder discricionário do gestor seriam uma das bases de regulação da CVM, a qual sempre definiria, aos gestores, limites e condições diversas em função de legítimas preocupações regulatórias associadas à proteção do investidor, à transparência dos veículos envolvidos e à capacidade de supervisão da CVM.

23. Isto posto, a SIN entendeu: (i) pela manutenção do entendimento de que são não padronizados os direitos creditórios em que o coobrigado seja sociedade empresária em recuperação judicial ou extrajudicial; e (ii) 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.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Voto

I. VISÃO PANORÂMICA

1. A origem de toda a discussão em tela deriva da interpretação do art. 1º, §1º, V, da ICVM nº 444/06, que classifica como não padronizado o FIDC cuja política de investimento permita a realização de aplicações em direitos creditórios “*originados de empresas em processo de recuperação judicial ou extrajudicial*”.
2. Por uma interpretação literal, o FIDC padronizado não poderia adquirir créditos cedidos por uma empresa em recuperação judicial, pois esta seria considerada a “originadora” do crédito, conforme se extrai da regulação e é esclarecido tanto pela área técnica no Memorando nº 21/2015-CVM/SIN/GIE⁶ como na manifestação da PFE transcrita no mesmo memorando⁷.
3. O Colegiado da CVM, contudo, em deliberação de 23/06/2015, decidiu que essa interpretação literal não faria sentido, uma vez que, como a empresa em recuperação judicial ou extrajudicial estaria apenas cedendo o crédito, o risco quanto ao recebimento deste estaria vinculado ao devedor final (terceiro), de forma que o estado de recuperação do cedente não afetaria o crédito⁸.
4. Por essa razão, o Colegiado da CVM aplicou interpretação restritiva ao art. 1º, § 1º, V, da ICVM nº 444/06, de forma a entender que o FIDC padronizado estaria proibido de

⁶ Nos termos do MEMO Nº 21/2015-CVM/SIN/GIE: “*Nesse sentido, em que pese à utilização do termo “originados”, insculpido no art. 1º, §1º, V, da ICVM 444/06, esta área técnica entende que, nesse dispositivo, estão enquadrados somente os direitos creditórios cujos riscos de inadimplemento, especialmente os jurídicos e/ou os operacionais, estejam, após a cessão, suportados, parcialmente ou totalmente, pelas sociedades empresárias em recuperação judicial e/ou extrajudicial. Logo, a condição de originador e/ou cedente dos direitos creditórios, por si só, não constitui vedação a tais direitos serem adquiridos por FIDC, ao invés de FIDC-NP. Por outro lado, quando esse tipo de sociedade empresária for devedor, os direitos creditórios devem ser classificados como não padronizados*” (fl. 6).

⁷ Nos termos do MEMO Nº 21/2015-CVM/SIN/GIE: “*Nesse sentido, em que pese à utilização do termo “originados”, insculpido no art. 1º, §1º, V, da ICVM 444/06, esta área técnica entende que, nesse dispositivo, estão enquadrados somente os direitos creditórios cujos riscos de inadimplemento, especialmente os jurídicos e/ou os operacionais, estejam, após a cessão, suportados, parcialmente ou totalmente, pelas sociedades empresárias em recuperação judicial e/ou extrajudicial. Logo, a **condição de originador** e/ou cedente dos direitos creditórios, por si só, não constitui vedação a tais direitos serem adquiridos por FIDC, ao invés de FIDC-NP*” (fl. 5).

⁸ O Colegiado, em sessão realizada em 23/06/2015, concordou com o entendimento da SIN, que se manifestou “*favoravelmente à possibilidade de um FIDC padronizado adquirir direitos creditórios performados e originados por empresas em processo de recuperação judicial ou extrajudicial, (...), por entender que o risco dos créditos, após a cessão, está limitado ao sacado que não se encontra em recuperação judicial ou extrajudicial*”.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

adquirir créditos cujo devedor fosse sociedade em recuperação judicial ou extrajudicial, em virtude dos riscos relacionados ao recebimento desse crédito e da complexidade para sua avaliação, mas nada impediria a aquisição de créditos performados cedidos por empresário em recuperação judicial ou extrajudicial, pois, nesse caso, o devedor seria um terceiro que não estaria em recuperação.

5. Ocorre que, no referido precedente, foram criadas duas condicionantes para a aquisição de crédito cedido por empresa em recuperação judicial ou extrajudicial, quais sejam: a) o trânsito em julgado da decisão que aprovou o plano de recuperação; e b) que a empresa em recuperação não seja coobrigada pelo crédito cedido ao FIDC.

6. A Associação Nacional dos Participantes em Fundos de Investimento em Direitos Creditórios Multicedentes e Multisacados (“ANFIDC” ou “Requerente”), diante desse posicionamento, requer a revisão da decisão do Colegiado, a fim de que seja dispensada a necessidade de que a decisão judicial que aprovou o plano de recuperação já tenha transitado em julgado, bem como para permitir que a cessionária em recuperação judicial ou extrajudicial possa figurar como coobrigada pela dívida cedida.

7. A Requerente fundamenta o primeiro pedido na ausência de proibição ou restrição para a cessão de crédito pela empresa em recuperação, bem como no § 1º do artigo 136 da Lei nº 11.101/05, que proíbe que seja “*declarada a ineficácia ou revogado o ato de cessão em prejuízo dos direitos dos portadores dos valores mobiliários emitidos por securitizador*”, o que, no seu entender, tornaria clara a ausência de risco para o cessionário.

8. Quanto à questão da coobrigação, alega a ANFIDC que a responsabilidade do cessionário seria sempre um suplemento à obrigação do devedor principal (terceiro), de forma que não haveria motivo para sua vedação em relação aos FIDC padronizados.

II. TRÂNSITO EM JULGADO DA DECISÃO QUE DEFERIU A RECUPERAÇÃO

9. Argumenta a ANFIDC que o §1º do artigo 136 da Lei nº 11.101/05 afastaria qualquer risco relacionado à aquisição de créditos cedidos por empresário em recuperação judicial, pois, segundo sua linha de raciocínio, estaria por lei proibida a declaração de ineficácia ou revogação do ato de cessão quando crédito fosse cedido a um fundo de investimento.

10. O artigo 136, §1º, da Lei nº 11.101/05, que fundamenta o pedido, possui a seguinte redação:



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

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.

11. Na realidade, esse dispositivo protege apenas o investidor (seja ele fundo de investimento ou não) que adquire valores mobiliários emitidos por securitizador, hipótese em que o investimento estaria “blindado” contra futuras decisões do juízo falimentar relacionadas ao lastro.

12. Assim, mesmo se o ato de cessão do crédito da empresa em recuperação pudesse ser enquadrado em uma das hipóteses de ineficácia (art. 129 da Lei nº 11.101/05) ou quando fosse passível de ação revocatória (arts. 133 e segs. da Lei nº 11.101/05), ainda assim os investidores que tivessem adquirido valores mobiliários emitidos por um securitizador não poderiam ser prejudicados em virtude de decisão do juízo falimentar.

13. Trata-se de norma de proteção do mercado, uma vez que não seria razoável que investidor adquirente de valor mobiliário emitido por uma securitizadora viesse a ser prejudicado em virtude de decisão posterior do juízo falimentar que entendesse pela ineficácia ou revogação do ato relacionado ao lastro do valor mobiliário.

14. Por exemplo: quando uma empresa em recuperação judicial utiliza um crédito como lastro para permitir a emissão de certificados de recebíveis do agronegócio por uma securitizadora, os adquirentes que vierem a adquirir esses valores mobiliários (investidores) não poderiam ser prejudicados por decisão do juízo falimentar, mesmo que a cessão de crédito pudesse ser considerada fraudulenta e, portanto, objeto de ação revocatória.

15. Protege-se, assim, o investidor de boa-fé, bem como a estabilidade e segurança necessárias ao regular funcionamento do mercado. Nesse caso, o juízo terá que equacionar essa situação sem prejudicar os adquirentes de valores mobiliários emitidos por securitizadora.

16. Nesse sentido, podemos, a título de ilustração, citar a lição de Fábio Ulhoa Coelho:

“A operação de securitização de créditos consiste na emissão de título negociável lastreado em obrigação ativa a vencer. Em outros termos, o título emitido na operação é garantido pela cessão da obrigação. Como se trata normalmente de mecanismo de financiamento da atividade empresarial abrigado no mercado de



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

capitais (não necessariamente no de valores mobiliários, esclareça-se), é indispensável à regular tutela dos interesses dos investidores que, na falência do emitente, a cessão da obrigação que serve de lastro ao título securitizado não possa ser declarada ineficaz (subjéctiva ou objetivamente falando). Caso a ineficácia não fosse por lei expressamente afastada na securitização de recebíveis, essa alternativa de financiamento da actividade empresarial simplesmente deixaria de existir.”⁹

17. A norma, como se vê, não protege qualquer crédito adquirido por um FIDC, mas apenas os “**valores mobiliários**” emitidos por uma “**securitizadora**”, situação que foi preservada pela lei (independentemente da natureza do investidor que adquiriu esses valores mobiliários).

18. Destarte, não há consistência na tese, defendida pela ANFIDC, de que qualquer crédito adquirido por FIDC seria um “valor mobiliário emitido por securitizador”, pois os termos “valor mobiliário” e “securitizador” devem ser entendidos em suas concepções técnico-jurídicas.

19. Os valores mobiliários relacionados aos fundos de investimento são suas cotas, não os créditos adquiridos pelo fundo, que, logicamente, podem ou não ser valores mobiliários dependendo de suas características.

20. Assim, o FIDC, ao adquirir um crédito de empresa em recuperação judicial, encontra-se em situação idêntica aos demais cessionários de crédito da mesma natureza, não se podendo cogitar de uma diferenciação de tratamento apenas em virtude de o crédito ter sido adquirido por um fundo de investimento.

21. Desta forma, conclui-se que o dispositivo legal em tela não soluciona a questão, pois apenas uma pequena parte dos créditos adquiridos pelos FIDCs é representada por valores mobiliários emitidos por securitizador, de forma que todos os outros créditos cedidos ao FIDC não estariam submetidos à regra do §1º do art. 136 da Lei nº 11.101/05.

22. Além desse argumento, a ANFIDC alega que a Lei nº 11.101/05 “*autoriza a alienação de bens por empresas em processo de recuperação judicial, desde que tais bens não pertençam ao ativo permanente*” (nota de rodapé nº 3, fls. 04).

23. Esse segundo argumento parece-me procedente.

⁹ COELHO, Fábio Ulhoa. **Comentários à nova lei de falências e de recuperação de empresas: Lei n. 11.101, de 9-2-2005**, 6 ed. São Paulo: Saraiva, 2009, p.357.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

24. A sociedade em recuperação judicial permanece exercendo sua atividade normalmente, sob direção de seus administradores, de forma que o início do respectivo processo ou mesmo o deferimento do plano de recuperação¹⁰ não impede a alienação de bens da sociedade de forma genérica, apenas limitando as hipóteses de oneração ou alienação de bens do ativo permanente (art. 66 da Lei nº 11.101/05¹¹).

25. O art. 74 da Lei nº 11.101/05¹² também é expresso ao prever que os atos de alienação realizados pelo empresário em recuperação são válidos mesmo na hipótese de ocorrer convalidação em falência, e nem poderia se conceber outra opção legislativa, sob pena de criação de ambiente de grande insegurança que inviabilizaria a recuperação do empresário em situação de crise econômico-financeira.

26. No caso de convalidação da recuperação em falência, principal preocupação presente no julgamento anterior, não haveria risco jurídico consistente de que o ato de cessão de crédito realizado pela empresa em recuperação pudesse ser considerado ineficaz em relação à massa falida, uma vez que esse ato não está incluído nas hipóteses do art. 129 da Lei nº 11.101/05:

Art. 129. São ineficazes em relação à massa falida, tenha ou não o contratante conhecimento do estado de crise econômico-financeira do devedor, seja ou não intenção deste fraudar credores:

I - o pagamento de dívidas não vencidas realizado pelo devedor dentro do termo legal, por qualquer meio extintivo do direito de crédito, ainda que pelo desconto do próprio título;

II - o pagamento de dívidas vencidas e exigíveis realizado dentro do termo legal, por qualquer forma que não seja a prevista pelo contrato;

III - a constituição de direito real de garantia, inclusive a retenção, dentro do termo legal, tratando-se de dívida contraída anteriormente; se os bens dados em hipoteca forem

¹⁰ Cumpre observar que o processo de recuperação judicial possui rito particular, que, em tudo caminhando bem, envolve, em essência, a decisão inicial de processamento, a verificação dos créditos e requisitos legais, a decisão concessiva da recuperação judicial e, por fim, a decisão de encerramento da recuperação, de modo que haveria grande dificuldade na definição do momento em que a cessão de crédito ficaria limitada: seria desde a propositura da ação, com primeiro despacho do juiz ou apenas depois da decisão de concessão da recuperação judicial?

¹¹ Art. 66. Após a distribuição do pedido de recuperação judicial, o devedor não poderá alienar ou onerar bens ou direitos de seu ativo permanente, salvo evidente utilidade reconhecida pelo juiz, depois de ouvido o Comitê, com exceção daqueles previamente relacionados no plano de recuperação judicial.

¹² Art. 74. Na convalidação da recuperação em falência, os atos de administração, endividamento, oneração ou alienação praticados durante a recuperação judicial presumem-se válidos, desde que realizados na forma desta Lei.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

objeto de outras posteriores, a massa falida receberá a parte que devia caber ao credor da hipoteca revogada;

IV - a prática de atos a título gratuito, desde 2 (dois) anos antes da decretação da falência;

V - a renúncia à herança ou a legado, até 2 (dois) anos antes da decretação da falência;

VI - a venda ou transferência de estabelecimento feita sem o consentimento expresso ou o pagamento de todos os credores, a esse tempo existentes, não tendo restado ao devedor bens suficientes para solver o seu passivo, salvo se, no prazo de 30 (trinta) dias, não houver oposição dos credores, após serem devidamente notificados, judicialmente ou pelo oficial do registro de títulos e documentos;

VII - os registros de direitos reais e de transferência de propriedade entre vivos, por título oneroso ou gratuito, ou a averbação relativa a imóveis realizados após a decretação da falência, salvo se tiver havido prenotação anterior.

Parágrafo único. A ineficácia poderá ser declarada de ofício pelo juiz, alegada em defesa ou pleiteada mediante ação própria ou incidentalmente no curso do processo.

27. Não se pode esquecer que o empresário em recuperação judicial prossegue em sua atividade, sem o que o soerguimento da empresa em crise seria impossível. Permanece, portanto, a sociedade, no pleno desenvolvimento de suas atividades, podendo realizar negócios jurídicos ordinários sem qualquer limitação, tal como se configura na operação de cessão de crédito para antecipação de receita.

28. Verifique-se, sobre essa questão, as lições de Sérgio Campinho e Fábio Ulhoa Coelho:

"O devedor, na recuperação judicial, não sofre as mesmas restrições que se manifestam sobre o falido. Permanece ele na condução de seu negócio, garantindo-lhe, por tal razão, a administração e o direito de dispor de seus bens, sem o que, diga-se de passagem, não poderia permanecer no exercício de sua empresa e viabilizar sua salvação.

Contudo, nos termos do artigo 66, após a distribuição do pedido de recuperação judicial não poderá ele alienar ou onerar bens ou direitos de seu **ativo permanente**, senão mediante autorização do juiz, uma vez reconhecida a sua utilidade." ¹³ (g. n.)

¹³ CAMPINHO, Sérgio. **Falência e Recuperação de Empresa: O Novo Regime da Insolvência Empresarial**. 6ª ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2012, p. 161.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

"A sociedade empresária em recuperação judicial não tem suprimida sua personalidade jurídica. Continua existindo como sujeito de direito apto a contrair obrigações e titularizar crédito. Uma única restrição sofrerá em sua personalidade. Os atos de alienação ou oneração de bens ou direitos do **ativo permanente** só podem ser praticados se úteis à recuperação judicial." ¹⁴ (g. n.)

29. Especificamente sobre os efeitos da convolação da recuperação em falência, afigura-se esclarecedora a lição de Sergio Campinho, segundo o qual os *"atos de administração, endividamento, oneração ou alienação realizados durante o processo de recuperação judicial, em princípio, não ficam prejudicados em virtude da convolação em falência. Presumir-se-ão válidos e eficazes desde que realizados em estrita observância dos preceitos legais."*¹⁵

30. Acredito, portanto, que não haveria fundamento para condicionar a aquisição de créditos cedidos por empresa em recuperação ao trânsito em julgado da decisão judicial que aprovou o plano, uma vez que os atos de cessão não seriam afetados em virtude de eventual convolação da recuperação em falência.

31. A PFE, ao analisar a questão (Processos CVM nº RJ2012/13061 e nº RJ2014/5041), já havia inclusive se manifestado nesse sentido, como se pode verificar no Memorando nº 451/2013/GJU-1/PFE-CVM/PGF/AGU (cuja transcrição consta do Memorando nº 21/2015-CVM/SIN/GIE):

3) "A cessão de direitos creditórios de titularidade de uma empresa em recuperação judicial com plano de recuperação já homologado em juízo, é considerada juridicamente válida e eficaz, a menos que a referida empresa esteja com a falência decretada ou pedido de falência requerida?".

"Sim. A cessão de direitos creditórios de titularidade de uma empresa em recuperação judicial, com plano de recuperação já homologado em juízo, é considerada juridicamente válida e eficaz, consoante às condições elencadas ao longo do presente pronunciamento. Se a falência da cedente foi decretada, já não mais está se falando de cessão por empresa em recuperação judicial, objeto desta manifestação. Tampouco o pedido de falência alteraria esta circunstância, na medida em que a empresa em recuperação judicial somente é considerada falida mediante a convolação do processo de recuperação judicial em

¹⁴ COELHO, Fábio Ulhoa. **Curso de direito comercial**, vol. 3: direito de empresa. 17ª ed. São Paulo: Editora Revista dos Tribunais, 2016, p. 394.

¹⁵ CAMPINHO, Sérgio. **Falência e Recuperação de Empresa: O Novo Regime da Insolvência Empresarial**. 6. ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2012., p. 199.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

falência, o que ocorre, nos termos do art. 73 da Lei nº 1.101/2005”.

Nesse sentido, em que pese à utilização do termo “originados”, insculpido no art. 1º, §1º, V, da ICVM nº 444/06, esta área técnica entende que, nesse dispositivo, estão enquadrados somente os direitos creditórios cujos riscos de inadimplemento, especialmente os jurídicos e/ou os operacionais, estejam, após a cessão, suportados, parcialmente ou totalmente, pelas sociedades empresárias em recuperação judicial e/ou extrajudicial. Logo, a condição de originador e/ou cedente dos direitos creditórios, por si só, não constitui vedação a tais direitos serem adquiridos por FIDC, ao invés de FIDC-NP. Por outro lado, quando esse tipo de sociedade empresária for devedor, os direitos creditórios devem ser classificados como não padronizados.

32. Na realidade, o único suposto risco adicional relacionado ao cedente, em casos de recuperação judicial, ficaria restrito à ação revocatória, mas para a procedência dessa ação seriam necessários, nos termos do art. 130 da Lei 11.101/05, “*atos praticados com a intenção de prejudicar credores, provando-se o conluio fraudulento entre o devedor e o terceiro que com ele contratar e o efetivo prejuízo sofrido pela massa falida*”.

33. Assim, por se tratar de hipótese de fraude, que exigiria a participação do cessionário (no caso, o próprio FIDC), acreditamos que a mera possibilidade abstrata de ação revocatória não configuraria fundamento consistente para impedir a cessão do crédito, até mesmo porque situações fraudulentas são exceções e podem ocorrer em outras situações que não envolvam sociedade em recuperação judicial, quando também estarão submetidas a eventuais impugnações judiciais.

34. Observe-se, por fim, que o trânsito em julgado da decisão que concede a recuperação judicial sequer é garantia de que não haverá convalidação da recuperação em falência, tanto que, uma vez descumpridas as regras do plano pela companhia, a referida convalidação será obrigatória (art. 73, IV, da Lei nº 11.101/05¹⁶).

35. Desta forma, entendemos não haver razões para exigir – como condicionante para a aquisição, por FIDC padronizado, de crédito performado cedido por empresa em recuperação – o trânsito em julgado da decisão judicial que deferiu o plano de recuperação¹⁷, uma vez que,

¹⁶Art. 73. O juiz decretará a falência durante o processo de recuperação judicial:

(...)

IV – por descumprimento de qualquer obrigação assumida no plano de recuperação, na forma do § 1º do art. 61 desta Lei.

¹⁷ Os mesmos raciocínio e conclusão se aplicam à recuperação extrajudicial, por razões até mais substanciais.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

mesmo no caso de convocação em falência, não haveria riscos jurídicos consistentes que comprometessem a cessão realizada, ressalvada a hipótese de conluio fraudulento com participação do próprio FIDC (ação revocatória), o que não poderia servir como padrão para embasar o posicionamento da CVM, por ser situação ilegal e bastante excepcional, e que, além disso, poderia, em tese, estar presente em qualquer cessão.

III. COBRIGAÇÃO DO CEDENTE

36. O pleito da ANFIDC, em relação à questão da coobrigação, é resumido da seguinte forma pela área técnica:

“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”.

37. Em seu memorando, a área técnica reconhece que coobrigação do cedente sempre *“confere uma garantia adicional que não imporia riscos de crédito adicionais aos diretos creditórios envolvidos”*. Pondera, contudo, a SIN, que a *“dificuldade de compreensão e precificação desse risco [relacionado à coobrigação] pelo público típico dos FIDC convencionais, que possui um grau menor de sofisticação e conhecimento sobre o mercado de crédito”* justificaria a restrição constante da decisão anterior, razão pela qual o pleito da ANFIDC não deveria ser acolhido nesse ponto.

38. Verifica-se, pelos argumentos e contra-argumentos apresentados, que a coobrigação do cedente nunca prejudicaria o crédito performado cedido ao FIDC, uma vez que, em qualquer situação, a obrigação contra a devedor principal permaneceria hígida. Assim, na pior das hipóteses, a coobrigação do cedente não seria qualquer valor ou utilidade, mas nunca teria fator negativo no que se refere à responsabilidade do devedor final.

39. O fundamento principal para a restrição, portanto, seria a dificuldade de precificação e compreensão do risco associado ao cedente coobrigado, uma vez que sua situação (estado de



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

recuperação judicial ou extrajudicial) tornaria muito mais complexa a análise do quadro, o que justificaria a restrição apontada na decisão anterior.

40. Sem dúvida que esse é um ponto sensível, pois, de fato, a análise e a precificação dessa coobrigação seriam mais sofisticadas, o que seria incompatível com as características de um FIDC padronizado.

41. Por outro lado, não se deve desconsiderar que a proibição de coobrigação do cedente em recuperação poderia ser prejudicial para o FIDC, posto que ficaria vedada a aquisição de crédito que, em determinadas situações, estaria em melhores condições do que se estivesse sem a garantia adicional.

42. Além disso, afigura-se importante ressaltar que as dívidas assumidas pelo empresário durante o processo de recuperação judicial são consideradas como créditos extraconcursais, que, assim, serão satisfeitos com precedência sobre as demais dívidas do devedor no caso de falência, nos termos do disposto nos arts. 67 e 84 da Lei nº 11.101/05:

Art. 67. Os créditos decorrentes de obrigações contraídas pelo devedor durante a recuperação judicial, inclusive aqueles relativos a despesas com fornecedores de bens ou serviços e contratos de mútuo, serão considerados extraconcursais, em caso de decretação de falência, respeitada, no que couber, a ordem estabelecida no art. 83 desta Lei.

Art. 84. Serão considerados créditos extraconcursais e serão pagos com precedência sobre os mencionados no art. 83 desta Lei, na ordem a seguir, os relativos a:

(...)

V - obrigações resultantes de atos jurídicos válidos praticados durante a recuperação judicial, nos termos do art. 67 desta Lei (...)

43. Desta forma, proibir simplesmente a coobrigação do cedente em recuperação judicial ou extrajudicial quando a cessão envolver um FIDC padronizado não parece ser a melhor solução, uma vez que poderá ser prejudicial aos interesses do fundo, impedindo a obtenção de benefício adicional que jamais será danoso, e, em certas ocasiões, poderá ser muito conveniente.

44. Para equacionar a possibilidade da coobrigação com a dificuldade de precificação dessa garantia adicional, entendo que se deve permitir a coobrigação, desde que fique vedada a atribuição de qualquer valor a essa garantia adicional quando o cessionário do crédito for FIDC padronizado, uma vez que a complexidade dessa precificação não seria compatível com os créditos adquiríveis por fundo dessa natureza.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

45. Em outras palavras: o FIDC padronizado poderia adquirir crédito performado cedido por empresa em recuperação judicial ou extrajudicial em que esta figurasse como coobrigada, mas, na avaliação desse crédito, sempre se teria que atribuir “valor zero” à coobrigação assumida pela cedente.

46. Concilia-se, assim, a conveniência de permitir a aquisição do crédito com a coobrigação do cedente com a dificuldade de precificação dessa coobrigação, o que preserva a natureza do FIDC padronizado sem prejudicar a aquisição de créditos que lhe podem ser convenientes.

47. Por essas razões, e com as referidas ressalvas, entendo que não há impedimento para que os FIDCs padronizados adquiram créditos cedidos por sociedade em recuperação judicial ou extrajudicial em que esta figure como coobrigada, desde que não seja atribuído, na precificação do ativo, qualquer valor à coobrigação.

IV. A QUESTÃO DOS PODERES DISCRICIONÁRIOS

48. Alega a ANFIDC que os poderes discricionários do gestor dariam liberdade para avaliar a conveniência ou não de adquirir créditos de empresa em recuperação judicial ou extrajudicial, seja com ou sem coobrigação do cedente.

49. O argumento afigura-se visivelmente impertinente, pois a discricionariedade do gestor fica limitada pelas normas legais e regulatórias, de forma que, existindo uma regra proibitiva, não poderá o fundo desconsiderá-la sob o argumento de que o gestor tem poderes discricionários.

V. CONCLUSÃO

50. Do exposto, voto pelo acolhimento do primeiro pedido formulado pela ANFIDC, de modo a permitir que os FIDCs padronizados adquiram créditos performados cedidos por empresa em recuperação judicial ou extrajudicial independentemente do trânsito em julgado da decisão judicial que aprova o plano de recuperação, mantidos todos os demais aspectos constantes da decisão do Colegiado de 23/06/2015 (cumprimento do art. 290 do Código Civil, necessidade de que o crédito cedido seja performado e que o devedor principal seja um terceiro desvinculado do cedente em recuperação).

~~51.~~ Quanto ao segundo pedido, acolho-o parcialmente, a fim de permitir que o cedente em recuperação judicial ou extrajudicial possa constar como coobrigado pelo crédito cedido ao FIDC padronizado, mas com a ressalva de que não se poderá atribuir qualquer valor à



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

coobrigação (“valor zero”), de forma que o crédito deverá ser avaliado como se não houvesse a coobrigação, com as consequentes repercussões contábeis desse entendimento.

Rio de Janeiro, 06 de setembro de 2016.

Original assinado por

Gustavo Tavares Borba

Diretor Relator