



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Memorando nº 9/2020-CVM/SIN/GIES

São Paulo, 15 de junho de 2020.

De: SIN

Para: SGE

Assunto: Pedido de dispensa dos art. 38, inciso VII, e § 7º, incisos I e II, da Instrução CVM nº 356, para o Omni FIDC-NP II - Processo CVM 19957.003483/2020-85.

1. Trata-se de um pedido de dispensa feito pela BRL TRUST DISTRIBUIDORA DE TÍTULOS E VALORES MOBILIÁRIOS S.A. (“BRL Trust” ou “Administradora”), na qualidade de administradora do OMNI FUNDO DE INVESTIMENTO EM DIREITOS CREDITÓRIOS NÃO-PADRONIZADOS II (“Fundo”), o qual possui a Vert Gestora de Recursos Financeiros Ltda. como gestora.

2. A BRL Trust solicita a dispensa do cumprimento dos seguintes dispositivos da Instrução CVM nº 356/01:

(a) artigo 38, § 7º, incisos I e II, com a finalidade de permitir que a cedente ou a originadora efetue a guarda de documentos comprobatórios dos direitos creditórios; e

(b) artigo 38, inciso VII, com o intuito de permitir o recebimento de parte dos pagamentos dos direitos creditórios em conta corrente de livre movimentação de titularidade da cedente.

I - CONSIDERAÇÕES DA ADMINISTRADORA

3. Seguem algumas características da estrutura do Fundo, segundo a Administradora:

a) O Fundo tem por objeto investir seus recursos em direitos creditórios não padronizados, os quais são originados por empréstimos concedidos por instituições financeiras a pessoas físicas ou jurídicas, e que estarão vencidos e não pagos no momento da aquisição pelo Fundo.

b) De início, os direitos creditórios serão cedidos ao Fundo pela Omni S.A. Crédito Financiamento e Investimento e pelo Omni Banco S.A. (“Cedentes”).

c) As Cedentes pretendem transferir ao Fundo carteiras massificadas de direitos creditórios de originação própria e que adquiriram, nos últimos anos, de diversas instituições financeiras. Também será

possível a aquisição pelo Fundo de novas carteiras das Cedentes e de outras instituições financeiras.

d)As carteiras a serem cedidas inicialmente para o Fundo serão compostas por mais de três milhões de direitos creditórios, com valor de face médio unitário inferior a R\$ 3,6 mil.

e)Pela natureza dos direitos creditórios, que estarão vencidos no momento da cessão ao Fundo há mais de 180 dias, o valor de integralização e/ou de aquisição desses Direitos Creditórios pelo Fundo será uma fração dos respectivos valores de face (em média, aproximadamente, 8%).

f) Previamente à aquisição, não haverá uma análise individualizada dos direitos creditórios e dos respectivos devedores, mas sim da expectativa de recuperação de um determinado percentual da carteira vis-à-vis o seu valor de aquisição. Ainda, diante do baixo valor de face dos direitos creditórios, a cobrança é predominantemente realizada de forma extrajudicial.

g)O Fundo será constituído sob a forma de condomínio fechado, com prazo de duração indeterminado. As cotas emitidas pelo Fundo serão divididas nas classes sênior e subordinada. As cotas seniores serão ofertadas publicamente com esforços restritos, nos termos da Instrução CVM nº 476, exclusivamente a investidores profissionais. As cotas subordinadas serão integralmente subscritas e integralizadas pelas Cedentes.

h)A subordinação mínima do Fundo será de 70%, o que representa um dos principais mecanismos de proteção aos seus cotistas seniores.

4. Primeiramente, a BRL Trust requer a dispensa do cumprimento do disposto no artigo 38, § 7º, incisos I e II, da Instrução CVM nº 356/01, permitindo que as cedentes ou as originadoras, todas instituições financeiras, efetuem a guarda dos documentos comprobatórios dos direitos creditórios de titularidade do Fundo.

5. O artigo 38 da Instrução CVM nº 356/01 dispõe:

“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;

VI - diligenciar para que seja mantida, às suas expensas, atualizada e em perfeita ordem a documentação dos direitos creditórios, com metodologia pré-estabelecida e de livre acesso para auditoria independente, agência de classificação de risco de crédito contratada pelo fundo e órgãos reguladores; e

[...]

§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; e

IV - gestor.”

6. A Administradora observa que a Deliberação CVM nº 782, em seu inciso II, transferiu à SIN a competência para dispensar o cumprimento do disposto no art. 38, §7º, inciso II, da Instrução CVM nº 356, desde que fossem observados os requisitos listados abaixo:

“II - [...]

(i) o FIDC-NP seja destinado a aquisição de créditos inadimplidos, massificados, de baixo ticket e cedidos ao fundo por baixo percentual do valor de face;

(ii) a cobrança dos créditos seja realizada, preponderantemente, de forma extrajudicial, o que dispensa a apresentação do contrato de crédito original;

(iii) haja prévia aprovação pela unanimidade dos cotistas do fundo, reunidos em assembleia geral, não sendo suficiente a declaração de ciência do cotista por meio de termo de adesão;

(iv) todos os contratos de cessão de direitos creditórios ao fundo devem possuir cláusulas que prevejam a recompra ou indenização pelas cedentes, no mínimo pelo valor de aquisição pago pelo fundo, corrigidos, quando for o caso, na hipótese de a cedente não conseguir apresentar os documentos que comprovem a existência do crédito, ou erros na documentação que inviabilizem a cobrança do crédito cedido;

(v) o regulamento do fundo não preveja a dispensa de que trata o art. 38, §3º, da ICVM 356, de forma que o lastro dos direitos creditórios seja verificado pelo custodiante, nos termos do art. 38, §1º, da mesma Instrução; e

(vi) os informes trimestrais do Fundo, estabelecidos no art. 8º, §3º da ICVM 356, que trata da análise e da divulgação de informações sobre a qualidade da carteira, bem como dos eventos extraordinários ocorridos no trimestre, divulguem a exposição do fundo a cada cedente, similarmente ao que hoje ocorre no informe mensal que se refere a direitos creditórios adquiridos sem aquisição substancial de riscos e benefícios, divulgando ainda, o montante de créditos recomprados ou indenizados conforme o estabelecido no item (ii) deste inciso.

[...]

IV - que as dispensas relacionadas nos incisos I, II e III acima somente podem ser concedidas quando estiverem presentes, cumulativamente, os seguintes requisitos: (i) o FIDC-NP ser destinado a um investidor único ou a um grupo econômico específico (assim entendido aquele que possui controlador comum e interesse único e indissociável); e (ii) o FIDC-NP possuir expressa vedação para negociação de suas cotas em mercado secundário.”

7. A BRL Trust afirma que o Fundo está apto a observar a totalidade dos requisitos da Deliberação CVM nº 782, transcritos acima, exceto por aqueles indicados no inciso IV neste caso concreto. Nesse sentido, a Administradora requer que seja permitido que as cotas seniores do Fundo: (a) possam ser distribuídas a investidores profissionais em geral; e (b) possam ser negociadas em mercados regulamentados.

8. A Administradora relembra, inicialmente, que foram fornecidas diversas justificativas para a manutenção da guarda do lastro com os originadores/cedentes, nos precedentes que embasaram a edição da referida Deliberação.

9. De forma a agregar para a nova estrutura, a BRL Trust apresenta

como um primeiro argumento para a dispensa o desenvolvimento do mercado de capitais nos últimos anos e a busca dos investidores por produtos de maior rentabilidade:

“2.9 As primeiras decisões da CVM sobre o tema datam de julho de 2014, quase seis anos atrás. Nessa época, o mercado de negociação de créditos inadimplidos estava dando os seus primeiros passos no Brasil. Por conta disso, era justificável a preocupação da CVM de se restringir a aquisição e negociação de cotas de FIDC lastreadas nesses ativos.

2.10 Desde então, o mercado de capitais amadureceu significativamente. Um dos fatores que contribuiu para essa mudança foi a expressiva redução da Taxa SELIC, que era superior a 10% a.a. em julho de 2014, e hoje é inferior a 4% a.a. Esse cenário exigiu que diversos investidores, inclusive institucionais, tivessem que buscar ativos de maior rentabilidade e, conseqüentemente, de maior complexidade e risco.

2.11 Especificamente em relação ao mercado de créditos inadimplidos, atualmente, há inúmeras empresas especializadas na negociação desses ativos e um volume crescente de operações. Não há dúvidas de que, se comparado a 2014, esse mercado é consideravelmente mais maduro, dinâmico e líquido. Parecem-nos, portanto, que a restrição à distribuição e negociação de cotas de FIDC que consta na Deliberação CVM nº 782 é anacrônica, e que não deveria ser mantida como uma condição para se conceder a dispensa do cumprimento do disposto no art. 38, § 7º, da Instrução CVM nº 356/01.”

10. Em seguida, são apresentadas algumas medidas protetivas ao investidor na estrutura do Fundo em questão:

“2.12 Ainda, o Fundo em questão apresenta uma série de características protetivas ao investidor que justificam a concessão desse pleito. O considerável grau de subordinação, superior a 70%, é um deles. O fato de os Direitos Creditórios serem originados por instituições financeiras é outro. As instituições financeiras são rigorosamente fiscalizadas pelo Banco Central do Brasil (“BACEN”), o que, por si só, reduz o risco de que os Direitos Creditórios adquiridos pelo Fundo sejam originados ou cedidos de forma fraudulenta.

2.13 Em todos os contratos de cessão de Direitos Creditórios ao Fundo, conforme exigido pela Deliberação CVM nº 782, haverá previsão de recompra ou indenização pela Cedente, no mínimo pelo valor de aquisição pago pelo Fundo, na hipótese de a Cedente não conseguir apresentar os documentos que comprovem a existência do Direito Creditório. O fato de a Cedente ser uma instituição financeira torna essa obrigação de recompra ainda mais relevante, mitigando o risco dos cotistas do Fundo.

2.14 Adicionalmente, o Fundo, por se tratar de um FIDC-NP, é exclusivamente destinado a investidores profissionais.”

11. A Administradora ressalta que a Deliberação CVM nº 782 trata exclusivamente da dispensa do cumprimento do disposto no inciso II do artigo 38, § 7º, que permite que a guarda dos documentos comprobatórios dos direitos creditórios seja feita pelo cedente. No caso em questão, requer-se que essa permissão seja estendida também ao originador dos direitos creditórios, tratado no inciso I de referido artigo da Instrução CVM 356.

12. Os argumentos para tal permissão são apresentados a seguir:

“2.16 Como explicado na seção 1, parcela dos Direitos Creditórios que serão cedidos ao Fundo foram originados por outras instituições financeiras que não a Cedente. Pela natureza dos Direitos Creditórios e características dessa modalidade de negócio, documentos comprobatórios relacionados aos Direitos Creditórios permaneceram na posse dos

respectivos originadores.

2.17 Entendemos que os mesmos motivos que justificaram, nos precedentes da CVM, a autorização para que os documentos comprobatórios permanecessem na posse dos cedentes, servem de fundamento para que se estenda tal autorização também para os originadores dos direitos creditórios, sem qualquer distinção.”

13. Caso seja concedida a dispensa de cumprimento do disposto no artigo 38, § 7º, I e II, da Instrução CVM nº 356, se assim exigido pela CVM, a BRL Trust expõe que o Fundo se compromete a, nos termos do disposto na Deliberação 782:

a) obter aprovação da unanimidade dos cotistas do Fundo para não observar o disposto no artigo 38, § 7º, I e II, da Instrução CVM nº 356/01;

b) fazer constar, em todos os contratos de cessão de direitos creditórios ao Fundo, a obrigação da respectiva cedente de recomprar ou indenizar, no mínimo pelo valor de aquisição pago pelo Fundo, devidamente corrigido, quando for o caso, na hipótese de a cedente não conseguir apresentar os documentos que comprovem a existência do crédito, ou na hipótese de identificação de erros na documentação que inviabilizem a cobrança do crédito;

c) realizar a verificação do lastro dos direitos creditórios por amostragem, nos termos do artigo 38, §1º, da Instrução CVM nº 356/01, não fazendo uso da dispensa tratada no § 3º de referido artigo; e

d) divulgar, nos informes trimestrais do Fundo, tratados no artigo 8º, § 3º, da Instrução CVM nº 356, a exposição do Fundo a cada cedente, similarmente ao que ocorre no informe mensal que se refere a direito creditórios adquiridos sem aquisição substancial de riscos e benefícios, divulgando, ainda, o montante de créditos recomprados ou indenizados.

14. A seguir serão apresentados os motivos, segundo a BRL Trust, para que se conceda ao Fundo a dispensa ao cumprimento do disposto no artigo 38, VII, da Instrução CVM nº 356/01, permitindo-se que parcela dos recursos relativos aos direitos creditórios cedidos ao Fundo sejam recebidos em contas de titularidade das Cedentes, que assumiriam a obrigação de repassá-la ao Fundo no prazo de até dois dias úteis do respectivo recebimento.

15. O artigo 38, inciso VII, da Instrução CVM nº 356/01, assim dispõe:

“Art.38 O custodiante é responsável pelas seguintes atividades:

[...]

VII. cobrar, receber, em nome do fundo, pagamentos, resgate de 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).”

16. A Administradora informa que os direitos creditórios a serem adquiridos pelo Fundo são decorrentes de carteiras massificadas, vencidas e não pagas, sendo que parcela significativa dessas carteiras foi adquirida de outras instituições financeiras pelas Cedentes, ao longo dos últimos anos. Para realizar a

cobrança dos direitos creditórios, as Cedentes emitiram boletos bancários aos respectivos devedores, sendo que os pagamentos são direcionados para contas de sua titularidade (“Contas Cedentes”).

17. Como razão para a dispensa, a BRL Trust afirma que, como são mais de 20 milhões de boletos já emitidos, o custo para reemitir-los ou para transferir o fluxo de pagamento desses boletos para conta de titularidade do Fundo, ou conta vinculada, seria extremamente elevado, tornando a operação inviável sob uma perspectiva financeira.

18. São três os principais argumentos que justificariam a concessão de tal dispensa, segundo a Administradora:

(a) o controle informacional relacionado aos recebimentos dos direitos creditórios ser mantido pelo custodiante do Fundo;

(b) a natureza de instituição financeira das Cedentes, que serão as titulares das contas correntes pelas quais transitarão recursos decorrentes dos direitos creditórios de titularidade do Fundo; e

(c) o fato de que haverá um aumento gradativo do fluxo de recursos relacionado aos direitos creditórios que passará a ser recebido diretamente em contas vinculadas sob controle do Custodiante ou em contas do Fundo, com estimativa de que 90% estejam regularizados em até um ano após o início das operações.

19. A BRL Trust explica como deve funcionar o processo de recebimento dos direitos creditórios por parte do Fundo e como os riscos correspondentes devem ser mitigados. Segue abaixo:

“3.7 Os boletos relativos a Direitos Creditórios que serão cedidos ao Fundo, com recebimento direcionado para Contas Cedente, foram emitidos majoritariamente pelo Banco Santander (Brasil) S.A. e pelo Banco Bradesco S.A., contratados pela Cedente como agentes de recebimento (“Agentes de Recebimento”). Os Agentes de Recebimento informam a Cedente, todo dia útil, por meio de relatórios específicos, sobre quais boletos foram parcialmente ou integralmente liquidados.

3.8 Previamente ao início de atividades do Fundo, os Agentes de Recebimento serão orientados, de forma irrevogável e irretratável, a encaminhar referidos relatórios para o Custodiante. Com isso, será possível ao Custodiante, de forma independente, apurar quais valores recebidos nas Contas Cedente são originados dos Direitos Creditórios de titularidade do Fundo.

3.9 Serão tomadas providências contratuais e contábeis para segregar recursos referentes aos Direitos Creditórios do Fundo que venham a ser recebidos nas Contas Cedente daqueles que sejam de titularidade da Cedente. O objetivo será evitar o risco de fungibilidade entre os recursos do Fundo e aqueles de titularidade da Cedente.

3.10 No entanto, ainda que esse risco de fungibilidade não possa ser integralmente afastado, na pior das hipóteses, o Fundo terá um direito de crédito contra a Cedente referente aos Direitos Creditórios de sua titularidade recebidos nas Contas Cedente que não lhe forem repassados. O Custodiante, por conta do recebimento dos relatórios referidos no item 3.8 acima, será capaz de apurar o exato valor desses créditos a receber pelo Fundo.

3.11 A Cedente é uma instituição financeira. Nessa qualidade, pode acessar diretamente a poupança popular por meio da emissão de títulos, letras, recibos e certificados de depósito bancário. Esses ativos podem ser investidos pelos mais diversos poupadores, sem qualquer restrição. Diante desse cenário, parece-nos pouco razoável que não se permita que os investidores do Fundo, que são necessariamente profissionais, não

possam correr o risco de crédito da Cedente. Ressalte-se, ainda, que esse risco de crédito existiria apenas em relação aos recursos que estivessem em trânsito pelas Contas Cedente no caso de eventual intervenção ou liquidação da Cedente, os quais provavelmente corresponderiam a um pequeno percentual do patrimônio líquido do Fundo.

3.12 De modo a garantir a devida transparência aos potenciais investidores, os riscos relacionados ao trânsito de recursos dos Direitos Creditórios de titularidade do Fundo nas Contas Cedente, tratados acima, estão devidamente descritos no item 9.8.3 do Regulamento.”

20. A Administradora também informa que: (a) posteriormente à data de idealização do Fundo, ao tomar conhecimento da exigência constante no artigo 38, VII, da Instrução CVM nº 356/01, as Cedentes iniciaram tratativas com o Banco Santander (Brasil) S.A. para a abertura de contas vinculadas que, na data de início das atividades do Fundo, ficarão sob controle do Custodiante; e, ainda, que (b) é estimado que, a partir do dia 10 de maio de 2020, os boletos referentes aos Direitos Creditórios que serão cedidos ao Fundo já estarão sendo emitidos com as contas vinculadas como destino do fluxo de recebimentos.

21. Conseqüentemente, a BRL Trust expõe que, com o passar do tempo, a maior parte dos direitos creditórios seja recebida nas Contas Vinculadas. Segundo suas estimativas, cerca de 65% dos recursos sejam recebidos nas contas vinculadas depois de 3 meses de sua constituição; 80% depois de 6 meses; e finalmente, 90% passado um ano (item 3.14 da consulta).

22. A BRL Trust faz referência ao processo CVM nº 19957.005955/2019-09, no qual o Colegiado, contrariando o entendimento da SIN, deliberou por não conceder o pedido de dispensa do artigo 38, VII, da Instrução CVM nº 356/01, para o Weel Fundo de Investimentos em Direitos Creditórios Não Padronizados (“FIDC NP Weel”). Entende, porém, que as características do FIDC NP Weel são muito distintas das do Fundo, razão pela qual esse precedente não deveria servir como referência para o presente caso.

23. Entre essas diferenças, a BRL destaca as seguintes:

a) o Fundo investirá exclusivamente em ativos financeiros, originados por instituições financeiras; já o FIDC NP Weel investe em ativos mercantis (duplicatas);

b) no caso do FIDC NP Weel, as contas correntes recebedoras de recursos seriam de titularidade de múltiplos cedentes de pequeno e médio porte; no caso do Fundo, as contas seriam de titularidade das Cedentes, instituições financeiras reguladas e aptas a captar recursos da poupança popular; e

c) no caso do FIDC NP Weel, o recebimento dos recursos relativos aos direitos creditórios na conta corrente dos cedentes seria algo permanente e, muito provavelmente, representaria parcela majoritária dos recebimentos; no caso do Fundo, essa forma de recebimento é temporária e decrescente ao longo do tempo.

24. Caso seja concedida a dispensa de cumprimento do disposto no artigo 38, VII, da Instrução CVM nº 356, a BRL Trust expõe que o Fundo se compromete a:

a) possibilitar que o Custodiante mantenha o controle informacional sobre o pagamento de boletos referentes aos Direitos Creditórios de titularidade do Fundo que sejam recebidos nas Contas Cedente; e

b) após o início das atividades do Fundo, apenas autorizar a emissão

de boletos para pagamento dos Direitos Creditórios do Fundo com o recebimento direcionado para Contas Vinculadas ou para contas de titularidade do Fundo.

II - DAS CONSIDERAÇÕES DA SIN/GIES - ARTIGO 38, INCISO VII, DA INSTRUÇÃO CVM Nº 356/01

25. Passamos a analisar o pedido de dispensa do artigo 38, inciso VII, da Instrução CVM nº 356.

26. A Audiência Pública SDM nº 05/2012, que resultou na edição da Instrução CVM nº 531, que por sua vez alterou a ICVM 356, chegou a discutir esse tema, nos seguintes termos:

O principal objetivo da CVM com a regra prevista nas alíneas 'a' e 'b' foi mitigar o risco de não segregação dos fluxos financeiros relativos aos direitos creditórios cedidos ao fundo, possibilitando o controle de tais fluxos pelo custodiante. Buscou-se com isso inibir o risco de fungibilidade associado a uma eventual 'contaminação' dos recursos a serem carreados ao fundo: i) caso fossem 'misturados' a recursos com outras destinações; ou ii) em função de indevida apropriação facilitada pela circulação desses recursos pela conta do cedente sem um devido controle pelo gatekeeper responsável.

Dessa maneira, a interpretação que se deve dar ao disposto nas alíneas 'a' e 'b' do inciso VII deve ter como norte o afastamento de estruturas que possibilitem a "contaminação", como citado, dos recursos destinados ao fundo e que permitam a segregação devida, seja pelo depósito direto em conta de titularidade do fundo, ou via escrow.

27. Como visto, a CVM rejeitou qualquer flexibilização da regra em questão, mantendo o entendimento do objetivo perseguido pelo normativo, qual seja, o de mitigar o risco de não segregação dos fluxos financeiros do cedente daqueles ligados aos direitos creditórios do fundo. Nesse sentido, vale discutir o precedente mais atual sobre o assunto, conforme também citado pela requerente, que envolveu o FIDC-NP Weel.

28. Naquela decisão, apesar de o Weel se tratar também de FIDC-NP e envolver apenas poucos investidores profissionais, o Colegiado entendeu que não seria adequado autorizar esse tipo de flexibilização, criando um novo tipo de precedente via dispensa normativa. A ata daquela reunião consignou o entendimento do Colegiado de considerar que o tema, de tamanha relevância não só para o caso concreto, mas para toda a indústria de FIDC, deveria ser tratado no âmbito da proposta de audiência pública já prevista na agenda regulatória da Autarquia.

29. A Administradora pontua algumas diferenças do presente caso para o mencionado precedente, por meio das quais alega que neste caso estariam envolvidas as contas de titularidade apenas de duas cedentes, ambas instituições financeiras; e ainda que o risco de crédito das cedentes já seria passível de investimento até por investidores de varejo (via CDBs ou letras em geral, por exemplo), dada sua natureza de instituição financeira.

30. Sobre essa diferenciação, entendemos que os argumentos não merecem prosperar, uma vez que: (i) nenhum deles ataca ou mitiga o risco de fungibilidade entre cedente e FIDC-NP, que permanece o mesmo nos dois casos, independentemente da existência de um ou mais cedentes e de suas naturezas; e (ii) a comparação com títulos de crédito bancários não nos parece válida, seja porque o entendimento da natureza e extensão desse risco é bem mais simples lá do que no caso de FIDCs em geral, e ainda mais no caso de FIDC-NP; seja também

porque esses títulos bancários contam com garantia adicional do Fundo Garantidor de Crédito, o que não ocorre no caso dos fundos em geral.

31. O alegado alto custo de reemissão dos boletos ou da transferência de seus fluxos de pagamento para contas vinculadas de igual forma estava presente no caso do FIDC-NP Weel, ainda que sob suas circunstâncias específicas, sem que esse elemento tivesse justificado naquele caso a concessão da dispensa pretendida.

32. O caráter transitório dessa dispensa, outro argumento trazido pela administradora, na mesma medida não convence esta área técnica da mitigação suficiente dos riscos envolvidos em sua concessão. Afinal, como visto nos precedentes de processos administrativos sancionadores envolvendo FIDCs com carteiras de direitos creditórios pulverizados, um fundo dessa natureza pode ver sua carteira se deteriorar de forma severa e irreversível em não mais do que 3 meses, especialmente em situações que envolvam cedentes em dificuldades (e nas quais, por óbvio, os conflitos de interesse se materializam com mais força justamente no que pode aliviar sua situação: a miscigenação dos recursos devidos ao fundo com os do cedente).

33. Quanto ao ponto de que haveria um controle informacional relacionado ao recebimento dos recursos dos direitos creditórios por parte do custodiante do Fundo, não vemos inovação na questão. Em maior ou menor grau, na verdade era por meio desses mesmos controles operacionais que os custodiantes de FIDC exerciam o acompanhamento dos fluxos financeiros dos direitos creditórios dos fundos antes do advento da Instrução CVM 531. O resultado dessa prática todos conhecem: ao depender cegamente de informações preparadas e prestadas por cedentes, tais custodiantes não identificavam a materialização do risco de fungibilidade quando ele ocorria, levando a CVM, não por acaso, a prever as atuais exigências do artigo 38, VII, da Instrução CVM nº 531.

34. Assim, a despeito de todos os argumentos trazidos pela administradora e das diferenças existentes entre esse caso e o citado precedente, a proposta da SIN é pelo indeferimento da flexibilização pretendida, e levar o assunto para discussão mais estruturada e oportuna no âmbito da audiência pública em elaboração pela SDM.

35. Vale lembrar ainda, sobre o precedente citado na consulta, que o FIDC NP Weel previa não permitir a listagem de suas cotas para negociação em mercado secundário, o que não ocorrerá com o presente Fundo. Em suma, o caso precedente era bem circunscrito, exclusivo para os seus próprios prestadores de serviço, mas mesmo assim o Colegiado não concedeu a dispensa pretendida, o que nos leva a crer que aqui, com ainda mais razão, não seria o caso de se conceder tal dispensa também.

36. As regras da Instrução CVM nº 356 procuram contribuir para uma regulação sofisticada e pautada em oferecer ao investidor um mercado mais seguro e transparente, assim como alçar o produto a uma condição de credibilidade, razão pela qual uma eventual dispensa apenas poderia ser concedida em situações excepcionais, circunstanciadas e onde as preocupações da CVM fossem adequadamente mitigadas, o que não parece ser o caso aqui pra dispensa do citado dispositivo.

III - DAS CONSIDERAÇÕES DA SIN/GIES - ARTIGO 38, §7º, INCISOS I E II, DA INSTRUÇÃO CVM Nº 356

37. Apesar de não informado no pedido de dispensa, é importante

destacar que o Custodiante do Fundo será a própria Administradora, não ocasionando, assim, um conflito de interesses com o originador e Cedentes dos direitos creditórios do Fundo.

38. Com relação à possibilidade de dispensa do artigo 38, § 7º, I e II, da Instrução CVM nº 356, primeiramente, pontuamos que os processos que embasaram a edição da Deliberação CVM nº 782 possuem as justificativas para justificar a permissão da guarda dos documentos comprobatórios pela cedente, considerando as particularidades dos direitos creditórios massificados e inadimplidos no momento da cessão. Na prática, o que a BRL Trust solicita é uma ampliação do escopo da Deliberação para o seu caso concreto, considerando que ela prevê uma limitação no fundo à participação de investidores ligados por um interesse comum e a vedação à negociação das cotas em secundário, características não presentes neste FIDC-NP.

39. Em suma, nos precedentes preponderava a alegação de uma elevada pulverização dos direitos creditórios e a dificuldade e custo envolvido no trânsito e controle dos documentos, em um contexto de aquisição desses direitos inadimplidos por um percentual diminuto do valor de face. Completava o cenário o fato de que os documentos comprobatórios em si não eram significativos para a cobrança, já que feita principalmente de forma extrajudicial.

40. A Administradora argumenta lembrando a evolução recente do mercado de créditos inadimplidos e, de fato, há uma expansão do mercado desses créditos nos últimos anos com contexto do mercado de capitais, haja vista a quantidade crescente de FIDC-NP que atuam nesse segmento. Estimamos que, em 31/5/2020, há um total de, no mínimo, R\$5 bilhões em patrimônio líquido de fundos dessa natureza. Considerando que esses fundos adquirem os créditos por um valor inferior a 10% do valor de face, num cálculo conservador seria possível dizer que o valor total de face dos direitos creditórios envolvidos nessas carteiras perfaz mais de R\$50 bilhões.

41. Entretanto, esta área técnica tem dificuldade para entender o crescimento do mercado de FIDC-NP de créditos inadimplidos como um argumento para a ampliação do escopo das dispensas previstas na Deliberação CVM 782. Até pelo contrário: o crescimento desse mercado à luz da redação atual da Deliberação CVM 782 parece demonstrar que as restrições de escopo nela previstas não tem impedido o crescimento do segmento, muito menos podem ser qualificadas como "anacrônicas", vindo apenas a reforçar sua pertinência e adequação no contexto atual.

42. Também a argumentação na linha de que o fundo contaria com "alto grau protetivo" - a saber, 70% de subordinação, ativos originados por instituições financeiras e previsão de recompra ou indenização pelas cedentes - não parece justificar uma ampliação do escopo da Deliberação CVM 782. Para o primeiro ponto, porque para FIDC com acentuados riscos de cedente, como neste caso, a magnitude de sua participação como cotista subordinado ganha contornos mais limitados de proteção a riscos. Para o segundo ponto, porque o fato de os direitos creditórios serem originados por instituições financeiras não nos parece um elemento garantidor de uma qualidade diferenciada da originação em si: vale lembrar, nesse contexto, os precedentes de *enforcement* da CVM envolvendo diversos FIDC de créditos originados por instituições financeiras antes do advento da Instrução CVM 531 (que trouxe a vedação aqui objeto de dispensa). Para o terceiro e último ponto, porque a previsão de recompra ou indenização já se afigura como um pré-requisito de enquadramento à Deliberação CVM 782 (a saber, em seu inciso II, alínea "iv"), ou seja, essa circunstância não difere este

fundo de qualquer outro que pretenda obter a mesma dispensa, razão pela qual não autorizaria a concessão de maior liberalidade em relação à já prevista na própria Deliberação.

43. É importante relembrar que o assunto foi objeto de amplo debate no âmbito da Audiência Pública SDM nº 05/2012, referente à alteração da Instrução CVM nº 356/01. À época, alguns participantes argumentaram que certas estruturas de FIDC poderiam ser "inviabilizadas". Ainda, foi exposto pelos participantes da audiência que determinados participantes seriam profissionais, com profundidade de conhecimento sobre o mercado dos créditos cedidos aos FIDC, bem como as características dos títulos e documentos e que tais aspectos ensejariam motivo razoável para considerar a possibilidade de se permitir que a guarda pudesse ser feita pelos participantes cuja expertise conferisse ao fundo maior agilidade na cobrança dos créditos.

44. O entendimento da CVM foi no sentido de que há riscos de conflito de interesses na cumulação do controle e guarda da documentação comprobatória dos direitos creditórios com sua originação e cessão, e entendeu pertinente que tais obrigações repousassem em *gatekeeper* próprio da estrutura (custodiante), conforme visto nas vedações presentes nos já mencionados §§ 7º e 8º do artigo 38 da Instrução CVM 356.

45. É fato que os FIDC-NP tem sido usualmente objeto de pedidos de dispensa, principalmente pelo fato de contar somente com investidores profissionais e por investir em direitos creditórios de característica diversa daquelas inerentes aos direitos creditórios "padronizados". Essa particularidade, inclusive, está refletida no art. 9º da ICVM 444, que permite à CVM, observado o interesse público, a adequada informação e proteção ao investidor, autorizar a concessão de dispensas de cumprimento a dispositivos da ICVM 356.

46. Nessa esteira é que se insere a edição da Deliberação CVM nº 782, que autorizou a SIN a conceder determinadas dispensas para esse universo de FIDC-NP, com base nos diversos precedentes que o Colegiado havia enfrentado a respeito e no citado art. 9º da ICVM 444.

47. No âmbito do Processo CVM nº RJ-2013-4911, no qual também foi solicitada a dispensa ao cumprimento do disposto no art. 38, §7º, II, da ICVM 356, pela mesma Administradora e inaugurou essas discussões para os FIDC-NP de créditos inadimplidos, o Colegiado da CVM a concedeu, tendo em vista a presença de diversos elementos que, após alguns outros precedentes, se viram refletidos no que hoje consta na Deliberação em questão.

48. Entretanto, o inciso IV dessa Deliberação impõe que a dispensa somente seja concedida quando o FIDC-NP (i) for destinado a um investidor único ou a um grupo econômico específico (assim entendido aquele que possui controlador comum e interesse único e indissociável); e (ii) possuir expressa vedação para negociação de suas cotas em mercado secundário, requisitos esses dos quais o presente fundo pretende obter dispensa.

49. Assim, como visto, a Deliberação CVM nº 782 é fruto de uma ampla e contínua discussão com o mercado iniciada com a edição da Instrução CVM 531, e seguida com a análise de diversos casos concretos até culminar em sua edição, sem que este caso concreto em específico tenha sido bem sucedido em demonstrar alguma nova circunstância, controle ou estrutura adicional que permitisse mitigar o risco tratado nas regras pertinentes da Instrução CVM 356, de maneira a permitir uma extensão do alcance das dispensas previstas na Deliberação.

IV - DAS CONCLUSÕES

50. Primeiramente, sobre o pedido de dispensa do cumprimento do disposto no art. 38, VII, da Instrução CVM nº 356, recomendamos que o Colegiado mantenha o entendimento já exarado no âmbito da decisão do FIDC-NP Weel, ou seja, de indeferir o pedido de dispensa no presente caso para que o caso seja mais apropriadamente avaliado no âmbito da audiência pública que está em elaboração, conforme agenda regulatória da CVM.

51. Propomos, também, o indeferimento do pedido de dispensa do cumprimento do disposto no art. 38, § 7º, I e II, da Instrução CVM nº 356/01, solicitado com a finalidade de permitir que as cedentes ou as originadoras dos direitos creditórios inadimplidos, todas instituições financeiras, efetuem a guarda dos documentos comprobatórios que lastreiam os direitos creditórios.

52. Por fim, propomos que a relatoria do caso seja conduzida pela SIN/GIES.

Atenciosamente,

Bruno de Freitas Gomes

Gerente de Investimentos Estruturados - GIES

Daniel Walter Maeda Bernardo

Superintendente de Relações com Investidores Institucionais - SIN



Documento assinado eletronicamente por **Bruno de Freitas Gomes Condeixa Rodrigues, Gerente**, em 30/06/2020, às 17:12, com fundamento no art. 6º, § 1º, do Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015.



Documento assinado eletronicamente por **Daniel Walter Maeda Bernardo, Superintendente**, em 30/06/2020, às 17:58, com fundamento no art. 6º, § 1º, do Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015.



A autenticidade do documento pode ser conferida no site https://sei.cvm.gov.br/conferir_autenticidade, informando o código verificador **1035365** e o código CRC **65321102**.

*This document's authenticity can be verified by accessing https://sei.cvm.gov.br/conferir_autenticidade, and typing the "Código Verificador" **1035365** and the "Código CRC" **65321102**.*