

VOTO

1. Trata-se de avaliar a intenção da entidade reguladora ao propor a edição do art. 38, § 4º, da Instrução CVM 356/01 (introduzido pela Instrução CVM 442/06), o qual estabelece que:

*Art. 38*

*§ 4º Nos fundos em que o custodiante se utilizar da faculdade prevista no §1º (1), os relatórios das agências classificadoras de risco deverão necessariamente analisar a adequação dos procedimentos relacionados à verificação do lastro por amostragem e seus impactos na classificação concedida.*

2. A partir daí, a SRE passou, então, a exigir que todos os fundos que optassem pela verificação do lastro por meio do procedimento de amostragem adotassem a nova regra.

3. Ocorre que algumas agências de classificação de risco vêm entendendo que o dispositivo da Instrução CVM 356/01 lhes demanda algo que não pertence aos seus modelos de negócio e deixaram de fornecer aos administradores dos fundos as informações exigidas. Como apenas uma das agências em atuação no país se dispôs a prover tais informações, vários administradores têm optado por contratar dois relatórios de análise como forma de acomodar as suas necessidades de conforto acerca dos riscos de crédito dos fundos por eles administrados.

4. Essa situação gerou reclamações por parte de alguns administradores em relação aos custos que os fundos acabam suportando e faz surgir a necessidade de avaliação por parte da CVM da pertinência da argumentação das agências de classificação de risco bem como da adoção, pelos administradores, mesmo em caráter complementar, de relatórios de análise de risco que não observam todos os requisitos da Instrução CVM 356/01.

5. Com relação a essa primeira questão, a correspondência de uma agência enviada à CVM afirma que:

*"Os ratings atribuídos pela Moody's com relação aos Fundos são opiniões independentes sobre a qualidade de investimento em quotas dos Fundos baseadas inteiramente em informações prestadas por terceiros (i.e. os originadores dos créditos em questão, os administradores e Custodiantes). É de suma importância ressaltar que a Moody's, como uma agência de rating, não audita ou confirma as informações que lhe são prestadas, com base na premissa de que outras entidades envolvidas na incorporação e operação dos Fundos ou as auditam ou são responsáveis pela sua precisão.*

*Levando-se em consideração que a Moody's confia e se baseia inteiramente nas informações de terceiros, sobre as quais a Moody's não exerce qualquer espécie de controle efetivo ou efetua auditoria, a Moody's não está em condições de emitir uma opinião sobre a adequação de procedimento de verificação por amostragem adotado por Custodiantes. A execução de tal atividade, inclusive, divergiria de forma bastante significativa de todas as atividades compreendidas pela atividade da Moody's, na qualidade de uma agência de rating.*

*Para que a Moody's passasse a executar a nova atividade, ela precisaria afastar-se de maneira significativa de seu modelo de negócios, pois precisaríamos contratar pessoal especializado para auditar práticas de Custodiantes de forma contínua, revisar documentos e tomar medidas diversas das que são exigidas da Moody's ou de empresas do grupo da Moody's ao redor do mundo.*

*As atividades exigidas pela Instrução 356, artigo 38, §4º parecem ser bastante próximas de certas atividades executadas por auditores. De fato, a inspeção de procedimentos e práticas é normalmente efetuada por auditores e outros profissionais que atuam no mercado, inclusive no mercado dos Fundos. Auditores e esses outros profissionais, segundo nos parece, aceitarão incluir no objeto de seus trabalhos a confirmação da adequação de procedimentos de verificação por amostragem adotados pelos Custodiantes. Se isso se confirmar, a intenção legítima da CVM de proteger os interesses de investidores, contemplada pela Instrução 356, será inteiramente satisfeita, e, ousamos dizer, de um modo melhor do que no formato atualmente estabelecido."*

6. Ou seja, a agência crê que a Instrução CVM 356/01 demanda a prestação de serviços de auditoria sobre a atividade de terceiros que não são próprios de sua atividade.

7. Quero crer que o comando introduzido na Instrução CVM 356/01 não teve essa intenção e nem deve ser interpretado dessa forma, embora entenda que a redação do dispositivo deva ser aperfeiçoada.

8. Em primeiro lugar, vejo que a primeira preocupação da regulação em geral, e da Instrução CVM 356/01 em particular, é assegurar um determinado tipo de informação ao investidor. Que informação seria essa?

9. Uma leitura (e aí reside a origem do problema) que se pode fazer é a de que a CVM gostaria de ver o investidor informado acerca da representatividade da amostra adotada no regulamento dos fundos em relação à população dos créditos ("*analisar a adequação dos procedimentos relacionados à verificação do lastro por amostragem*") e do impacto desse resultado sobre a avaliação de risco ("*e seus impactos na classificação concedida*").

10. A origem dessa demanda está na passagem de uma regulação que exigia a verificação total do lastro para outra que permite identificar uma população através de uma fração amostral (população aqui entendida como uma determinada qualidade de crédito que estaria sendo comprada por um fundo, especificada em um prospecto e posteriormente vendida a investidores por meio de ofertas públicas). Entendeu-se que as agências classificadoras de risco se pronunciarão sobre a representatividade da amostra.

11. Outra forma de abordar a preocupação com o tipo de informação a ser fornecida ao investidor (interpretação que não se depreende do parágrafo em comento) é solicitar que as agências classificadoras especifiquem a forma pela qual o parecer emitido lidou com a questão da amostragem.

12. Duas situações podem ilustrar do que se está a tratar:

1º caso – Cessão definitiva e acabada dos créditos para o fundo

A agência classificadora pode tratar da questão das seguintes formas:

- a. confiando no parecer jurídico fornecido pelo fundo
- b. contratando um parecer próprio (os custos de contratação desses serviços têm sido incluídos nos preços das agências)

c. utilizando o seu próprio corpo de advogados para examinar a cessão

Ou seja, ela poderá buscar diferentes níveis de conforto para emitir sua opinião acerca dos riscos aos quais o fundo está exposto.

2º caso – Compra de recebíveis por um FIDC

A agência classificadora poderá fazer as seguintes opções:

- a. utilizar a informação repassada pelo fundo (sem amostragem)
- b. utilizar a informação repassada pelo fundo e pedir uma amostragem
- c. acrescentar à etapa anterior a contratação de um relatório de empresa de auditoria acerca do procedimento de amostragem

13. Nos exemplos acima, o que se exigiria das agências classificadoras de risco seria apenas a explicitação do nível de conforto buscado e que referenciou a análise de risco.

14. Ressalte-se que, em nenhuma das interpretações que poderíamos retirar da regra inserida no art. 38, § 4º, da Instrução CVM 356/01, é exigido que a agência classificadora adentre o terreno das auditorias. Trata-se, apenas, de definir o tipo de informação que deve ser fornecida ao investidor. A análise relativa ao § 4º do art. 38 que vem sendo fornecida por uma das agências de classificação de risco parece estar mais próxima de um serviço de auditoria do que propriamente de uma análise de risco. Não me parece que essa tenha sido a intenção da norma e, por isso, entendo que não se deva cobrar tal interpretação.

15. Feitas essas observações, verifico que a redação do § 4º em comento não está clara e deixa margem a dúvidas quanto à real intenção da norma.

16. Por esse motivo, voto no sentido de que se suspenda a aplicação do § 4º do art. 38 da Instrução 356/01, enquanto a CVM realiza um processo amplo de consulta sobre a revisão do normativo. Por ser assunto correlato, a medida deve se estender ao disposto no inciso II do § 5º do artigo citado.

17. Para tanto, nos termos do que dispõe a Deliberação CVM 1/78, proponho a edição de Deliberação dando conta ao mercado de decisão consubstanciada neste voto.

Rio de Janeiro, 14 de agosto de 2007.

Sergio Weguelin

Diretor

[\(1\)](#) Utilização do critério de amostragem para verificação do lastro dos direitos creditórios.