

Interessados: Crédit Agricole Brasil S.A. DTVM.

Assunto: Pedido de registro de funcionamento e dispensa de requisitos normativos da Instrução CVM nº 356, de 2001.

Diretora Relatora: Luciana Dias

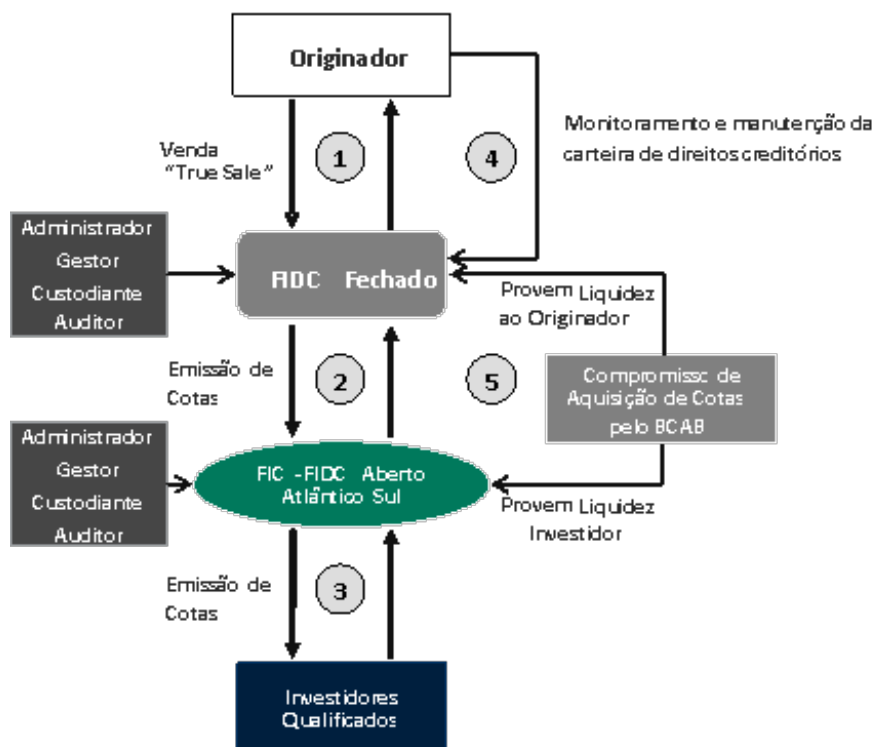
Relatório

I. O pedido.

1. Trata-se de pedido apresentado pelo Crédit Agricole Brasil S.A. Distribuidora de Valores Mobiliários (“Crédit Agricole” ou “Requerente”), administrador do Atlântico Sul Fundo de Investimento em Cotas de Fundo de Investimento em Direitos Creditórios (“FICFIDC”), para registro de funcionamento, nos termos da Instrução CVM nº 356, de 2001.
2. O Crédit Agricole tem como objetivo reproduzir o conceito do produto *Asset Backed Commercial Paper Conduit* (“Conduit”) no Brasil^[1]. Para isso utilizará a estrutura regulatória dos fundos de investimentos em direitos creditórios e dos fundos de investimento em cotas de fundos de investimentos em direitos creditórios. Contudo, para viabilizar o projeto, requer a dispensa de determinados requisitos impostos pela Instrução CVM nº 356, de 2001, a saber:
 - i. art. 21, §1º, inciso II^[2] – dispensa do registro prévio da distribuição de cotas, já que o prazo para pagamento do valor de resgate é superior a 30 dias;
 - ii. art. 2º, incisos VI e XIV^[3] – permissão para amortizar cotas de fundo aberto;
 - iii. art. 12, §1º ^[4] – permissão para emissão de séries distintas de cotas seniores em fundo aberto; e
 - iv. arts. 8º, §1º, inciso II^[5]; 23^[6]; e 34, inciso I, alínea “e”^[7] – dispensa de elaboração e atualização do prospecto durante o período inicial^[8] do FICFIDC.

a. Características do fundo (fls. 1/10).

2. O FICFIDC tem as seguintes características:
 - i. constituído na forma de condomínio aberto;
 - ii. patrimônio autorizado de R\$ 20 bilhões;
 - iii. o administrador será o Banco Crédit Agricole S.A.,
 - iv. os serviços de custódia serão prestados pelo Itaú-Unibanco S.A.;
 - v. a auditoria será realizada pela PricewaterhouseCoopers Auditores Independentes;
 - vi. a agência classificadora de risco será uma entre as seguintes: Moody’s America Latina Ltda., a Standard & Poor’s Ratings Services ou a Fitch Ratings Brasil Ltda.;
 - vii. as cotas serão divididas em 53 séries de cotas seniores e subordinadas, que se diferenciam pelo prazo para pagamento de resgate (32, 60 e 90 dias) e também segundo a remuneração de referência (*Benchmark*);
 - viii. as aplicações iniciais mínimas serão de R\$ 500.000,00;
 - ix. durante os dois primeiros anos do FICFIDC (“Período Inicial”), as cotas serão de um único investidor, que será o Banco Crédit Agricole Brasil S.A ou sociedades e veículos de investimento integrantes de seu grupo econômico;
 - x. após o Período Inicial, o Crédit Agricole pretende realizar distribuição pública das séries de cotas seniores exclusivamente para investidores qualificados;
 - xi. o FICFIDC investirá em fundos de direitos creditórios constituídos para comprar recebíveis de operações específicas de um único originador (“FIDC”);
 - xii. os recebíveis são cedidos para os FIDC por *True Sale*;
 - xiii. para financiar a compra de direitos creditórios, o FIDC emitirá cotas seniores a serem subscritas e integralizadas pelo FICFIDC, e também cotas subordinadas que serão adquiridas pelo originador;
 - xiv. o originador manterá a responsabilidade pelo monitoramento, cobrança e renegociação dos créditos do FIDC investido pelo FICFIDC;
 - xv. o Banco Crédit Agricole celebrará o “Compromisso de Aquisição de Cotas”, uma das opções de liquidez à disposição do administrador, de forma a: (i) prover liquidez aos originadores na hipótese de os FIDC não conseguirem acessar o mercado; e (ii) prover liquidez aos cotistas do FICFIDC, caso estes solicitem resgate de suas cotas e o ingresso de recursos do fundo se faça necessário para honrá-los;
 - xvi. os cotistas do FICFIDC poderão solicitar o resgate de suas cotas a qualquer momento e estarão sujeitos à amortização compulsória, na forma prevista no regulamento;
 - xvii. a estrutura de securitização do FICFIDC está representada pelo fluxograma abaixo:



xviii. para o desenvolvimento do projeto, foi aprovado o investimento de R\$ 1,6 bilhão para os próximos 2 anos, que serão emprestados aos clientes locais do grupo Crédit Agricole, com objetivo de apoiar e financiar suas estratégias de crescimento; os recebíveis oriundos desses financiamentos serão securitizados por meio da estrutura exposta acima.

b. Dispensas (fls.10/15).

3. Para estruturar o FICFIDC de maneira mais eficiente, o Crédit Agricole pleiteia 4 dispensas, detalhadas em seguida.
4. Dispensa de registro de distribuição de séries autorizadas de cotas seniores. De acordo com o Crédit Agricole, para atender à estruturação do *conduit* é necessário que o administrador possa emitir diversas séries autorizadas de cotas seniores e cotas subordinadas, de forma ágil, de acordo com as condições de mercado e de liquidez existentes. Todas as cotas do produto terão prazo de resgate superior a 30 dias.
5. Por isso, o Crédit Agricole requer a dispensa da exigência prevista no art. 21, §1º, inciso II, da Instrução CVM nº 356, de 2001, que determina o registro prévio na CVM da emissão de cotas com prazo de resgate superior a 30 dias. A distribuição de cotas de fundo aberto ou de fundo fechado com prazo de resgate inferior a 30 dias independe de prévio registro na CVM.
6. De acordo com o Crédit Agricole, o art. 21, §1º, inciso II, da Instrução CVM nº 356, de 2001, tem como objetivo a divulgação de informações para que o público possa avaliar o investimento e as possíveis dificuldades de liquidez relacionadas ao produto.
7. O público alvo do FICFIDC é formado apenas por investidores qualificados, que investirão, no mínimo, R\$ 500.000,00. Tais investidores possuiriam capacidade de análise diferenciada e poderiam, com maior facilidade, analisar as características contidas no regulamento; por isso, as obrigações impostas pelo art. 21, §1º, inciso II, da Instrução CVM nº 356, de 2001, poderiam ser dispensadas.
8. O Crédit Agricole também argumenta que a Instrução CVM nº 409, de 2004, garante a possibilidade de os fundos abertos e fechados, destinados a investidores qualificados, disporem em seus regulamentos sobre prazos de pagamento de resgate superior a 5 dias úteis sem que haja registro de cada nova emissão de cotas por parte dos administradores.
9. *Amortização de cotas.* O Crédit Agricole requer a possibilidade de amortização compulsória das cotas do FICFIDC, tendo em vista que (i) a Instrução CVM nº 356, de 2001, não veda expressamente a amortização das cotas dos FICFIDC abertos; (ii) a dinâmica do fundo exige a existência do mecanismo da amortização compulsória; (iii) a flexibilidade existe para os fundos abertos da Instrução CVM nº 409, de 2004; e (iv) pelo fato de as cotas do FICFIDC serem destinadas exclusivamente a investidores qualificados, poder-se-ia aplicar subsidiariamente a Instrução CVM nº 409, de 2004 ao fundo no que diz respeito ao mecanismo de amortização compulsória.
10. *Emissão de séries distintas de cotas seniores.* O art. 12, §1º, da Instrução CVM nº 356, de 2001, parece impedir a emissão, em fundos abertos, de séries autorizadas de cotas seniores com valores e prazos diferenciados para amortização, resgate e remuneração. O Crédit Agricole solicita dispensa dessa regra.
11. Para o Requerente, em fundos fechados, a necessidade de aprovação pelos antigos cotistas para emissão de novas séries com características diferenciadas serve para proteção dos antigos investidores, que podem ter seus direitos afetados com as características das novas cotas.
12. Contudo, esse risco, no caso do FICFIDC, é mitigado, tendo em vista que: (i) o FICFIDC será destinado exclusivamente a investidores qualificados que expressamente aprovaram o patrimônio autorizado e todas as características das séries autorizadas das cotas seniores ao investir no fundo; e (ii) o "Mecanismo de Liquidez e Mitigação de Stress" garantirá liquidez.
13. Portanto, qualquer cotista sênior receberá o valor de seu investimento, atualizado pelo *benchmark* específico, desde que cumpridos os procedimentos descritos no regulamento para resgate, independentemente das características das séries autorizadas de cotas seniores a serem, de tempos em tempos, emitidas pelo Administrador.
14. *Elaboração e atualização de prospecto durante o Período Inicial.* Por último, o Crédit Agricole requer a dispensa de elaboração e

atualização periódica do prospecto, conforme estipulam o art. 8º, §1º, inciso II, o art. 23 e o art. 34, inciso I, alínea “e”, da Instrução CVM nº 356, de 2001, tendo em vista que, durante o Período Inicial, o único investidor do FICFIDC será o Administrador e/ou sociedades e veículos de investimento integrantes do mesmo grupo econômico do Crédit Agricole, todos unidos por interesse único e indissociável.

15. Transcorrido o Período Inicial, o Administrador visa a distribuir publicamente, diretamente ou por meio do Banco Crédit Agricole Brasil S.A., as séries autorizadas de cotas seniores a serem emitidas. Neste momento, será preparado o prospecto do Fundo.

II. Análise da área técnica (fls.280/289).

16. Houve intensa interação e troca de várias comunicações entre a Gerência de Acompanhamento de Fundos Estruturados (“GIE”), da Superintendência de Relações com Investidores (“SIN”) e o Crédit Agricole. As propostas do Requerente foram esclarecidas e aperfeiçoadas durante esse processo, que durou alguns meses. As ponderações e conclusões descritas nesta seção resumem as posições finais da área.
17. A SIN esclarece que a estrutura do Fundo é inovadora no mercado brasileiro, de forma que, exceto pela dispensa de elaboração e atualização de prospecto, não existem precedentes em relação aos pedidos.
18. Além disso, informa que dentre os 4 pleitos requisitados, 2 são matérias de competência da Superintendência de Registro de Valores Mobiliários (“SRE”), quais sejam: (i) dispensa de registro de distribuição de cotas seniores do FICFIDC; e (ii) elaboração e atualização de prospecto durante o Período Inicial.
19. *Elaboração e atualização de prospecto durante o período inicial.* A SIN entende que a regra do art. 8º, §1º, inciso II, art. 23 e art. 34, inciso I, da Instrução CVM nº 356, de 2001, não é aplicável ao caso concreto, já que o Fundo será, durante o Período Inicial, exclusivo; trata-se, portanto, de uma situação de inaplicabilidade da norma e não de dispensa.
20. *Dispensa de registro de distribuição de séries autorizadas de cotas seniores.* A SRE opinou pela não concessão do pleito de dispensa de registro de distribuição de séries autorizada (fls. 187/195), pois entendeu que o prazo automático de registro – 5 dias úteis após o protocolo de determinados documentos, como previsto no art. 20, §1º, da Instrução CVM nº 356, de 2001 [\[9\]](#) – “*não causa óbice a ponto de inviabilizar o fundo*” (fls. 193).
21. A SIN, assumindo não deter informações suficientes que permitam opinar a respeito dos efeitos que o prazo de 5 dias poderia ter no funcionamento do FICFIDC – sobretudo caso ocorram mudanças no cenário econômico durante o período –, acredita que não há óbices à concessão da dispensa. Para motivar sua decisão, a SIN toma por base o fato de as emissões futuras de séries de cotas terem características análogas, diferenciando-se apenas no tocante aos parâmetros de remuneração e prazo para pagamento do resgate, bem como o fato de que os investidores terão conhecimento prévio das particularidades das emissões posteriores.
22. *Emissão de séries distintas de cotas seniores.* No tocante à viabilidade de emissão de séries distintas de cotas seniores, a SRE entendeu, após um estudo sobre as propostas e justificativas que deram ensejo à Instrução CVM nº 393, de 2003, pela inviabilidade do pedido, já que essa não foi a opção regulatória. As regras da CVM teriam restringido essa possibilidade aos fundos fechados.
23. A GIE, apesar de concordar com distinção feita pela norma, tendo em vista que nos fundos abertos a “*existência de séries distintas de cotas seniores poderia prejudicar o gerenciamento da liquidez*” (fl.286), discorda de que no caso concreto haja algum prejuízo “*ao interesse público, à adequada informação ou à proteção ao público investidor, posto que todas as séries e suas características serão de conhecimento prévio dos investidores*” (fls. 286). Além disso, acrescenta que o “Mecanismo de Liquidez e Mitigação de Stress”, adotado pelo Administrador, reduzirá a preocupação com o gerenciamento de liquidez.
24. *Possibilidade de amortização compulsória de cotas em FIDC aberto.* Esse foi o ponto mais debatido entre a área técnica e o Crédit Agricole no decorrer do processo.
25. O Administrador pleiteia que um FICFIDC aberto goze da mesma prerrogativa dos fundos fechados de que, a qualquer momento e desde que respeitados os critérios estabelecidos no regulamento, os cotistas tenham suas cotas compulsoriamente amortizadas pelo administrador.
26. A SIN pondera que apesar de não existir uma proibição explícita quanto à possibilidade de amortização em FIDC abertos, o mecanismo não parece automaticamente autorizado pela Instrução CVM nº 356, de 2001, uma vez que o art. 2º, inciso VI, admite a amortização somente em condomínios fechados.
27. A SIN também argumenta que a regra prevista no art. 119-A, da Instrução CVM nº 409, de 2004, não pode ser aplicada ao caso, como deseja o Administrador, porque contraria as regras impostas pela Instrução CVM nº 356, de 2001.
28. Depois de uma interpretação dos dispositivos, em conjunto com a comprovação fática de que os regulamentos dos FIDC fechados normalmente contêm um cronograma de amortização com datas predeterminadas, a SIN concluiu que a prática de mercado é que, mesmo nos FIDC fechados, as cotas não possam ser amortizadas a qualquer tempo pelo administrador, sem que os cotistas possam interferir na decisão.
29. De acordo com a análise da SIN, o mecanismo de amortização compulsória de cotas significa um risco aos investidores, que poderão ter suas decisões tanto de investimento quanto de desinvestimento alteradas por um ato unilateral do Administrador. Em outras palavras, as decisões de amortização serão estabelecidas a exclusivo critério do Administrador.
30. A SIN pondera, no entanto, que a amortização representa um risco para o investidor que pode ser avaliado e precificado. Investidores qualificados, em geral, são capazes de compreender a estrutura de produtos financeiros complexos e precificar seus riscos.
31. A SIN conclui que o FICFIDC deve ser autorizado a amortizar compulsoriamente as suas cotas, tendo em vista as características do produto, quais sejam: (i) a existência de um Mecanismo de Liquidez e Mitigação de Stress; (ii) ser destinado a investidores qualificados, capazes de entender os riscos e benefícios oriundos da sua estrutura; e (iii) a amortização compulsória de cotas acarretar maior eficiência na operação de securitização [\[10\]](#).

III. Esclarecimentos adicionais

32. Em decorrência de questionamentos e pedidos de esclarecimentos feitos em reunião ocorrida na sede da CVM, da qual participaram o Crédit Agricole, seus assessores legais, a SIN e a Diretora Relatora, o Crédit Agricole encaminhou correspondência na qual apresentou esclarecimentos sobre os enquadramentos contábil e regulatório, considerando as regras atualmente em vigor, com relação ao

Compromisso de Aquisição de Cotas que firmará com o FICFIDC (para garantir retorno aos investidores), bem como o compromisso de investimento a ser celebrado no âmbito dos FIDC (para garantir financiamento aos originadores).

33. No que se refere ao compromisso de liquidez, notas explicativas às demonstrações financeiras do Crédit Agricole descreverão a obrigação do Crédit Agricole de garantir liquidez aos cotistas seniores do FICFIDC e a cobertura de perdas que seriam impostas aos cotistas seniores do FICFIDC em decorrência de situações de inadimplência na carteira do FICFIDC. Tais obrigações seriam consideradas como “garantia” para fins de alocação de capital e, portanto, haverá correspondente alocação de capital para cálculo do Patrimônio de Referência Exigido (“PRE”).
34. No que se refere aos compromissos de investimento, as parcelas efetivamente desembolsadas pelo Crédit Agricole para investimento nas quotas dos FIDCs Investidos serão registradas nas demonstrações financeiras do banco. As parcelas não desembolsadas, por outro lado, constarão de notas explicativas às referidas demonstrações financeiras.
35. No que se refere à alocação de capital, as parcelas efetivamente desembolsadas implicarão alocação de 100% (cem por cento) para fins de cálculo do PRE. As parcelas não desembolsadas, por outro lado, serão consideradas como “compromisso de crédito não cancelável incondicional e unilateralmente” para fins de alocação de capital e, portanto, haverá correspondente alocação de capital para cálculo do PRE. Nesse sentido, a alocação de capital será de 20% (vinte por cento) ou 50% (cinquenta por cento), dependendo do prazo de cada compromisso de investimento.

Voto

1. Trata-se de estrutura de securitização inédita que visa a reproduzir no mercado brasileiro um produto conhecido como *asset backed commercial paper conduit*, utilizando o arcabouço regulatório dos fundos de investimento em direitos creditórios e dos fundos de investimento em cotas de fundos de investimento em direitos creditórios. A estrutura foi intensamente debatida entre a SIN e o Crédit Agricole, tendo sido modificada e aperfeiçoada no decorrer do processo.
2. De forma bastante resumida, o Crédit Agricole pretende constituir vários FIDCs. Cada um deles comprará recebíveis de um único originador que será responsável por monitorar a carteira do fundo, bem como executar a cobrança e renegociação dos créditos cedidos. O originador será também o cotista subordinado do FIDC.
3. As cotas seniores de todos esses FIDC serão subscritas, na medida de necessidade de crédito dos originadores, por um FICFIDC que, após um período inicial de dois anos, durante o qual permanecerá como fundo exclusivo detido pelo Administrador ou pessoas a ele ligadas, será oferecido para investidores qualificados dispostos a investir, no mínimo, R\$500.000,00.
4. Para tornar o produto mais atraente, o Crédit Agricole estruturou um mecanismo contratual, chamado Mecanismo de Liquidez e Mitigação de Stress, por meio do qual o Administrador, diante de um evento de falta de liquidez ou um evento de stress, ambos definidos no regulamento do FICFIDC, pode utilizar uma das “opções de liquidez” para permitir tanto o pagamento integral da remuneração alvo das cotas seniores do FICFIDC quanto o cumprimento das obrigações pecuniárias do FICFIDC com os FIDC relativas ao financiamento dos originadores.
5. Dentre as “opções de liquidez” previstas no regulamento está a emissão de novas cotas a serem subscritas pelo Banco Crédit Agricole S.A. [\[11\]](#). Tal mecanismo funcionaria, na prática, como uma garantia do Banco Crédit Agricole S.A. de pagamento das cotas seniores do FICFIDC. Deste modo, sob o ponto de vista do investidor, o risco de crédito a que estaria sujeito seria, em última instância, o do Banco Crédit Agricole S.A.
6. Da mesma forma, as “opções de liquidez” poderiam ser utilizadas caso o originador necessitasse de mais financiamento. Assim, os originadores também não dependeriam das janelas de oportunidade para novas captações para se financiarem. O Crédit Agricole aportaria recursos para financiar tais originadores na medida da necessidade desses clientes, por meio da emissão de novas cotas ou outros mecanismos previstos no regulamento dos FIDC.
7. Para estruturar o produto descrito acima, o Crédit Agricole requer dispensa de 4 comandos da Instrução CVM n° 356, de 2001, que regula os fundos de investimento em direitos creditórios. Passo a analisar cada uma dessas dispensas.
8. O pedido que me parece mais simples é a dispensa de elaboração e atualização do prospecto do FICFIDC durante o Período Inicial (arts. 8º, § 1º, inciso II; 23; e 34, inciso I, alínea “e”). Entendo que a análise e conclusões da SIN sobre este ponto não merecem qualquer reparo. Durante o Período Inicial, o FICFIDC será um fundo exclusivo cujas cotas permanecerão com o Administrador ou pessoas a ele ligadas e, por isso, está dispensado de apresentar prospecto nos termos do art. 5º, inciso II, da Instrução CVM n° 400, de 2003, que estabelece que “*será automaticamente dispensada de registro, sem a necessidade de formulação do pedido previsto no art. 4º, a oferta pública de distribuição: II - de lote único e indivisível de valores mobiliários.*”
9. Um segundo pedido do Crédit Agricole é a possibilidade de realizar amortização das cotas de um fundo aberto. O Administrador pleiteia que um FICFIDC aberto goze da mesma prerrogativa dos fundos fechados e, portanto possa, a qualquer momento e desde que respeitados os critérios estabelecidos no regulamento ou aprovado pela assembleia de cotistas, amortizar suas cotas por ato unilateral do Administrador e independente de consentimento dos cotistas.
10. A amortização é operação por meio da qual o administrador pode devolver ao investidor os recursos investidos, diminuindo o valor das cotas ou mesmo cancelando-as. É, portanto, uma reversão da decisão de investimento, mas que cabe aos administradores e não aos cotistas, como aconteceria em um resgate, observando-se sempre o que a esse respeito dispôs o regulamento.
11. A possibilidade de amortização de um fundo como o FIDC faz com que o investidor que tomou sua decisão de investimento contando com certo retorno por um determinado período tenha, a qualquer momento, sua decisão modificada por um ato do administrador, mediante o ressarcimento do valor de sua cota.
12. Assim, por exemplo, se as condições de mercado mudam e os juros baixam, o administrador pode simplesmente amortizar as cotas emitidas com uma remuneração mais alta e emitir novas cotas cuja remuneração é menos atrativa. O investidor receberá seu investimento de volta e caberá a ele decidir se deseja reinvestir diante das novas condições e remuneração.
13. Nos fundos abertos, os investidores podem investir e resgatar recursos a qualquer momento, desde que atendidas as condições estabelecidas no regulamento. Essa característica faz com que os gestores de fundos abertos devam estar preparados a receber novos recursos e alocar tais recursos diariamente de acordo com a política de investimento do fundo. Porque essa política de investimento tem que ser adequada ao ingresso constante de novos recursos, o mecanismo de amortização, por meio do qual recursos são compulsoriamente devolvidos aos investidores, faz menos sentido. Talvez por este motivo, o art. 2º da Instrução CVM n° 356, de 2001, parece vedar que FIDC abertos realizem a amortização de cotas.

14. Outro aspecto a ser considerado é o fato de que, mesmo nos FIDC fechados, nos quais a operação de amortização é permitida, as práticas de mercado minimizam os riscos inerentes à amortização porque, via de regra, tal operação ocorre de acordo com um cronograma com datas predeterminadas ou pelo estabelecimento de condições específicas para a ocorrência desses eventos. Esse cronograma não é imposto pela regulação, é prática de mercado adotada para tornar o produto mais atraente.
15. Ocorre que a intenção do Administrador neste produto é permitir investimentos a qualquer tempo e, por isso, o fundo deve ser aberto, mas não necessariamente na mesma série de cotas. Dessa forma, o investidor poderá alocar recursos a qualquer tempo, mas a depender do dia (e condições de mercado) seus recursos serão alocados a séries distintas, com remuneração compatível com as condições de mercado no momento do aporte.
16. No desenho do produto apresentado pelo Credit Agricole, o gestor não pode garantir que os novos aportes terão o mesmo *benchmark* de aportes anteriores. O gestor também não garante por quanto tempo os recursos investidos terão retorno alinhado com um determinado *benchmark*, de forma que, quando não houver mais recebíveis para suportar a remuneração de uma determinada série, o gestor resgata tal série e devolve aqueles recursos para o investidor, oferecendo-lhe nova série com outras condições.
17. O FICFIDC será distribuído exclusivamente a investidores qualificados dispostos a investir, no mínimo, R\$500.000,00. A SIN pondera que os efeitos gerados pela possibilidade de amortização podem ser adequadamente avaliados por investidores qualificados que, em geral, são capazes de compreender a estrutura de produtos financeiros complexos e precificar seus riscos. Por isso, a SIN opinou pela concessão da dispensa, uma vez que as barreiras de entrada do FICFIDC seriam suficientes para selecionar investidores capazes de entender o mecanismo da amortização e precificar o risco de ter sua decisão de investimento revertida.
18. Além disso, nos fundos abertos regidos pela Instrução nº 409, de 2004, admite-se “a amortização de cotas tanto no fundo fechado como no fundo aberto, mediante o pagamento uniforme a todos os cotistas de parcela do valor de suas cotas sem redução do número de cotas emitidas, efetuado em conformidade com o que a esse respeito dispuser o regulamento ou a assembleia geral de cotistas.” (art. 5º, parágrafo único, da Instrução nº 409, de 2004). Esta prerrogativa estabelecida pela Instrução nº 409, de 2004, pode ser utilizada por fundos distribuídos tanto para investidores qualificados como para fundos de varejo.
19. Assim, não há porque vedar que FIDC destinados para investidores qualificados dispostos a investir, no mínimo, R\$500.000,00, realizem amortizações nos termos de seus regulamentos ou por decisão da assembleia de cotistas. Isto porque esses investidores devem ser capazes de avaliar e precificar os riscos inerentes à amortização. Por isso, voto por permitir que o FICFIDC esteja autorizado a promover amortizações, apesar de ser um fundo aberto.
20. O Crédit Agricole também pede a possibilidade de emissão de séries distintas de cotas seniores no FICFIDC. Novamente, o requerente pretende usar uma prerrogativa de fundos fechados, aos quais é permitido emitir diferentes séries de cotas seniores, desde que haja aprovação em assembleia, num fundo aberto. A aprovação em assembleia permite que os antigos investidores opinem, reavaliando o risco e a atratividade do produto, antes que seus direitos possam ser afetados pelas características das novas cotas.
21. O Crédit Agricole argumenta que o problema de modificação do risco relativo à emissão de novas cotas seniores está mitigado no FICFIDC, tendo em vista que todas as séries, com suas características, serão pré-aprovadas e estarão limitadas ao capital autorizado do fundo, conforme previsão do regulamento.
22. Além disso, de acordo com o Requerente, os investidores estarão protegidos pelo Mecanismo de Liquidez e Mitigação de Stress; portanto, qualquer cotista sênior receberá o valor de seu investimento, atualizado pelo respectivo *benchmark*, desde que cumpridos os procedimentos descritos no regulamento para resgate, independentemente das características das séries autorizadas de cotas seniores a serem, de tempos em tempos, emitidas.
23. As áreas técnicas divergiram a respeito deste pedido de dispensa. A SRE entendeu que a possibilidade de emissão de séries diferentes de cotas seniores já havia sido analisada quando da edição da norma e a CVM já teria optado, em 2003, por não permitir tal prerrogativa a fundos abertos.
24. A SIN, por sua vez, entende que no caso concreto não há qualquer prejuízo ao interesse dos antigos cotistas, uma vez que todas as séries e suas características serão de conhecimento prévio dos investidores. Além disso, concordando com o argumento do Requerente, acrescenta que o “Mecanismo de Liquidez e Mitigação de Stress” reduzirá a preocupação com o gerenciamento de liquidez.
25. O desenho do produto proposto pelo Crédit Agricole é inviável sem a existência de diversas séries de cotas seniores, que fazem parte da dinâmica do produto. [\[12\]](#) Para poder ofertar a todo tempo linhas de crédito para os fundos investidos (FIDC) em condições de mercado, o FICFIDC precisa poder ofertar aos seus investidores um conjunto de séries que reflitam as condições de mercado ao longo do tempo.
26. É fato que o risco em que os cotistas incorrem vai variar conforme essas séries forem sendo distribuídas e amortizadas, mas tais investidores saberão dessa possibilidade desde a criação do fundo, bem como saberão quais as características das cotas e limites em que tais cotas podem ser emitidas. Adicionalmente, os investidores, em última instância, terão a garantia de pagamento do Crédit Agricole e, portanto, avaliar o incremento de risco gerado pela emissão de nova série com características mais vantajosas tende a ser menos importante.
27. Assim, concordo com o posicionamento da SIN, de que neste caso específico não há prejuízo em admitir a existência de diversas séries de cotas seniores em um fundo aberto, desde que todas as características das séries estejam previstas no regulamento, bem como os limites para emissão de tais cotas.
28. Finalmente, o Crédit Agricole requer a dispensa da exigência prevista no art. 21, §1º, inciso II, da Instrução CVM nº 356, de 2001, que determina o registro prévio na CVM da emissão de cotas com prazo de resgate superior a 30 dias. Todas as cotas do FICFIDC terão prazo de resgate superior a 30 dias. A distribuição de cotas de fundo aberto ou de fundo fechado com prazo de resgate inferior a 30 dias independe de prévio registro na CVM. Essa regra é específica para FIDC.
29. A Instrução CVM nº 409, de 2004, para os demais fundos, prevê a possibilidade de os fundos abertos e fechados, destinados a investidores qualificados, disporem em seus regulamentos sobre prazos de pagamento de resgate superior a 5 dias úteis sem que haja registro de cada nova emissão de cotas por parte dos administradores.
30. A SIN não viu óbices à concessão da dispensa exigência prevista no art. 21, §1º, inciso II, da Instrução CVM nº 356, de 2001 porque o regulamento do FICFIDC e as características das diversas séries de cotas já terão sido objeto de análise e registro na CVM. A SRE, por sua vez, opinou pela não concessão do pleito de dispensa de registro, pois entende que o prazo automático de 5 dias úteis, após o protocolo de determinados documentos, não representa um obstáculo a ponto de inviabilizar o fundo.
31. Em esclarecimentos posteriores, o Crédit Agricole explica que o prazo de 5 dias úteis mencionado pela SRE se traduz, na prática, em muito mais

tempo porque há o processo de elaboração e aprovação dos documentos a serem protocolizados. Esse intervalo de duas ou três semanas em que se perfaz o registro automático é suficiente para inviabilizar uma distribuição de papéis de renda fixa.

32. Tendo em vista (i) que a função primordial do registro na CVM é garantir que os investidores tenham informações apropriadas a respeito de uma distribuição; (ii) as inúmeras situações análogas na regulação da CVM que permitem que cotas de fundos, abertos e fechados, com prazo de resgate superior a 30 dias, sejam distribuídas sem registro prévio desde que o regulamento com as informações sobre o fundo esteja registrado na CVM e o fundo seja destinado a investidores qualificados; (iii) o fato de que o regulamento do FICFIDC e as características das diversas séries de cotas já terão sido objeto de análise e registro na CVM; bem como (iv) o fato de que os 5 dias úteis para registro automático se traduzem em um período bem mais extenso, voto pela concessão da dispensa de registro.
33. Por todo o exposto acompanhando o entendimento da SIN e, portanto, divergindo dos entendimentos da SRE, e voto por:
- i. dispensar do registro prévio da distribuição das cotas do FICFIDC, ainda que o seu prazo de resgate seja superior a 30 dias (art. 21, § 1º, inciso II);
 - ii. permitir a amortização de cotas do FICFIDC, ainda que ele seja fundo aberto (art. 2º, incisos VI e XIV); e
 - iii. permitir a emissão de séries distintas de cotas seniores no FICFIDC, ainda que ele seja fundo aberto (art. 12, § 1º).
34. Corroboro ainda o entendimento da SRE e da SIN de que o FICFIDC está dispensado de elaboração e atualização do prospecto, durante o Período Inicial, enquanto todas as suas cotas forem detidas pelo Crédit Agricole ou pessoas a ele ligadas (arts. 8º, § 1º, inciso II; 23; e 34, I, "e").

Rio de Janeiro, 28 de maio de 2013.

Luciana Dias
Diretora

[1] Os anexos I e II (fls. 18 e 19/26, respectivamente) acostados aos autos relatam, simplificada, a experiência do modelo de Conduit implementado em outros países.

[2] "Art. 21. A distribuição de cotas de fundo aberto independe de prévio registro na CVM, e será realizada por instituições intermediárias integrantes do sistema de distribuição de valores mobiliários.

§1º A distribuição de cotas de fundos abertos observará o disposto no art. 20 desta Instrução, sempre que o regulamento do fundo estipule:

II – prazo para pagamento do valor de resgate das cotas for superior ao prazo referido no inciso I deste parágrafo."

[3] "Art. 2º Para efeito do disposto nesta instrução, considera-se:

VI – fundo fechado: o condomínio cujas cotas somente são resgatadas ao término do prazo de duração do fundo ou de cada série ou classe de cotas, conforme estipulado no regulamento, ou em virtude de sua liquidação, admitindo-se, ainda, a amortização de cotas por disposição do regulamento ou por decisão da assembleia geral de cotistas.

XIV – amortização: é o pagamento aos cotistas do fundo fechado de parcela do valor de suas cotas, sem redução do seu número."

[4] Art. 12. As cotas seniores terão uma única classe, admitindo-se classes de cotas subordinadas às cotas seniores, para efeito de amortização e resgate.

§1º No caso de fundos fechados, as cotas seniores podem ser divididas em séries com valores e prazos diferenciados para amortização, resgate e remuneração.

[5] Art. 8º O funcionamento dos fundos regulados por esta Instrução depende do prévio registro na CVM.

§1º O registro será automaticamente concedido, no prazo de até 5 (cinco) dias úteis após a data de protocolo na CVM dos seguintes documentos e informações:

II – 3 (três) exemplares do prospecto, quando se tratar de fundo aberto;

[6] Art. 23. O prospecto deverá ser elaborado em conformidade com o disposto na Instrução CVM nº 400/03.

[7] Art. 34. Incluem-se entre as obrigações da instituição administradora:

I – manter atualizados e em perfeita ordem:

e) o prospecto de que trata o art. 23 desta Instrução, quando se tratar de fundo aberto;

[8] "Durante os 2 (dois) primeiros anos do Fundo a subscrição de cotas será feita pelo próprio administrador ou sociedade integrante de seu grupo econômico, de maneira que todos os cotistas sejam unidos por interesse único e indissociável (controle comum). Durante esse período as cotas não serão negociadas no mercado secundário, sendo vedada sua transferência para terceiros." (fls. 280).

[9] Art. 20. A oferta pública de distribuição de cotas de fundo fechado será realizada com observância do disposto na Instrução CVM nº 400/03.

§1º O registro será automaticamente concedido no prazo de 5 (cinco) dias úteis após a data de protocolo na CVM dos seguintes documentos e informações, os quais deverão ser apresentados a cada nova distribuição:

[10] Neste ponto expõe a área técnica que: "[c]aixa em excesso fará com que os recursos do fundo tenham que ser investidos em ativos financeiros de renda fixa, ativos esses que tendem a oferecer menor rentabilidade que os direitos creditórios" (fl.288).

[11] Há também a possibilidade de venda no mercado de cotas dos FIDC que pertençam ao FICFIDC e a amortização de quotas dos FIDC.

[12] De acordo com a cláusula 9.5 do regulamento, as cotas subordinadas serão subscritas pelo Banco Crédit Agricole nas hipóteses de evento de falta de liquidez ou eventos de stress, de forma que o fundo venha a pagar integralmente o retorno esperado dos investidores e honrar os compromissos de financiamento dos fundos investidos.