

Interessada: Fitch Ratings Brasil Ltda.

Assunto: Consulta sobre disposições da Instrução CVM nº 521/12

Diretor-Relator: Roberto Tadeu Antunes Fernandes

Relatório

1. Em 30.12.11, a Fitch Ratings Brasil Ltda. (" **Fitch**") apresentou consulta sobre a possibilidade de realizar teleconferência para investidores (*Investor Conference Call*), onde seria apresentada "a estrutura da transação e os fundamentos de sua análise e da nota atribuída", teleconferências estas que são preparadas e organizadas exclusivamente por ela, sem a intervenção dos coordenadores da oferta.
2. Sobre a teleconferência, a Fitch esclareceu ser ela comum na Europa e nos Estados Unidos, e que é realizada "após a publicação de um relatório de pré-venda ou preliminar". O evento se limita a tratar do contido no relatório de classificação de risco e dele não participa o intermediário responsável pela oferta do ativo financeiro avaliado (fls. 01/41).
3. A Superintendência de Relações com Investidores Institucionais – SIN, por meio do MEMO/CVM/SIN/Nº 97/2013, analisou o questionamento da Fitch e estabeleceu um paralelo com as regras que regem a atuação dos analistas de valores mobiliários previstas na Instrução CVM nº 483/10 e, apesar de reconhecer que as atividades destes e das agências não são idênticas, inclusive são regidas por normas distintas, vislumbra que há pressupostos comuns a ambas as atividades como: (i) elaboração e divulgação de uma opinião profissional e fundamentada sobre um valor mobiliário; (ii) independência presumida e exigida pela regulação no exercício da atividade; e (iii) vantagens na redução de potenciais assimetrias e informações fundamentadas aos investidores sobre risco daquele valor mobiliário na divulgação da opinião.
4. A preocupação externada pela Fitch, no entender da SIN, reside nos deveres impostos aos intermediários envolvidos na oferta pública, como se extrai do art. 48 da Instrução CVM nº 400/03, mas como o intermediário não interferiria ou participaria da teleconferência, e que a classificação de risco de crédito é a opinião de terceiro independente sobre certo emissor, não haveria razão para se vedar o procedimento sugerido pela Fitch.
5. A SIN reforça sua opinião traçando um paralelo entre as opiniões das agências classificadoras de risco e dos analistas de valores mobiliários, pois estes últimos não encontram vedação na Instrução CVM nº 483/10 para emitir opiniões sobre valores mobiliários objeto de oferta pública, mesmo no período denominado como de "silêncio".
6. A SIN destaca, ainda, que não há nada na Instrução CVM nº 521/12 que, direta ou indiretamente, vede uma prática como a descrita pela Fitch, e conclui que "a proposta encontra amparo adequado e não seria vedada pela regulação da CVM", mas submeteu o pleito para análise da Superintendência de Registro de Valores Mobiliários – SRE, por se tratar de tema relacionado com emissão pública (fls. 01/04 do Processo CVM nº RJ2012/4832).
7. A SRE também opinou favoravelmente ao pleito, ao concluir que a teleconferência não traria nenhuma informação nova ao mercado além daquelas constantes do relatório de risco, e também por entender que a teleconferência não configura a manifestação do emissor ou do intermediário da oferta, mas de comentários sobre o relatório elaborado pela agência, terceiro contratado pelo emissor (fls. 53 do Processo CVM nº RJ2012/4832).
8. Em 26.12.12, a Fitch apresentou outros questionamentos e deu sua interpretação sobre alguns dispositivos da Instrução CVM nº 521/12, se reportando a reunião que realizara com a SIN, em 12.12.12 (fls. 47/48).
9. Em despacho acostado às fls. 49/50, a SIN se manifestou sobre uma das dúvidas suscitadas pela Fitch, mais precisamente sobre o disposto no artigo 30, inciso XVI, da Instrução CVM nº 480/09^[1], ao afirmar: "Entretanto, de fato me parece que aquela obrigação seja oponível e direcionada especificamente aos emissores de valores mobiliários, sem que se possa estendê-la, indiscriminadamente, às agências de classificação de risco de crédito, que nesse contexto surgem apenas como prestadores de serviço contratados pelo emissor, sem apresentar, até onde é de meu conhecimento, qualquer papel de fiscalizador ou gatekeeper do emissor para esses efeitos", mas solicitou a manifestação da Superintendência de Relações com Empresas – SEP, responsável pelo acompanhamento dos emissores.
10. A SEP concordou com a opinião externada pela SIN ao afirmar que "a regra do artigo 30, inciso XVI, da IN 480/09 é voltada para o emissor e estabelece o dever deste de divulgar, no prazo previsto, os relatórios de agências classificadoras de risco por ele contratadas. Essa regra não alcança, a nosso ver, as agências classificadoras de risco, cujo dever de prestação de informação foi especificamente regulamentado no Capítulo 4 da IN 521, de 25/04/12" (fls. 51).
11. Após a manifestação da SEP, a SIN, no MEMO/CVM/SIN/Nº 121/13, fls. 80/86, analisou as demais dúvidas trazidas pela Fitch, a seguir resumidas.

Validade de Cláusulas de Confidencialidade em Contratos Assinados Durante o Prazo de Adaptação Previsto na Norma

12. Sobre esse ponto, a agência de início informa que " possui contratos em vigor que foram assinados antes da edição da referida norma [Instrução CVM nº 521/2012, que regula a atividade] ou antes de 1º/1/2013 e que possuem cláusula restringindo a divulgação de nossos ratings de operações", razão pela qual consulta a CVM se " a norma deve ser aplicada [exclusivamente e apenas] aos contratos firmados a partir de 1/1/2013".
13. A SIN reconhece que, de fato, antes da edição da Instrução CVM nº 521/12, era desconhecida do mercado a conformação e exigências que seriam efetivamente efetuadas pela regulação da CVM, em que pese a existência de uma Audiência Pública específica para abrigar as discussões então em curso, mas julga que nessas circunstâncias é adequado concluir que os contratos firmados antes da edição da Instrução CVM nº 521/12 representam atos jurídicos perfeitos, celebrados de boa fé em período no qual não havia qualquer regulamentação aplicável, e para os quais, assim, eventuais cláusulas de confidencialidade devem ser respeitadas.
14. Entretanto, ressalta a SIN que a indefinição não perdurou até 01.01.13 (nos termos do artigo 37 da Instrução CVM nº 521/12), conforme alegado pela Fitch, mas apenas até 25.04.12, data na qual a Instrução CVM nº 521/12 foi efetivamente editada e divulgada ao mercado.
15. Para a SIN eventuais contratos firmados após 25.04.12, mesmo se tiverem sido celebrados antes de 01.01.13, já deveriam de imediato respeitar todas as imposições da Instrução CVM nº 521/12, e, inclusive, não conter cláusulas de confidencialidade de quaisquer informações para as quais a norma exija publicidade.

16. Lembra a SIN que apesar do artigo 37 da Instrução CVM nº 521/12 estabelecer que as agências " *devem se adaptar ao disposto nesta Instrução até o dia 1º de janeiro de 2013*", o subsequente artigo 39 esclarece que a Instrução entrara " *em vigor na data da sua publicação*". Tal distinção de datas, embora pareça sutil, é de extrema relevância na análise da consulta da Fitch, pois os artigos citados não estabeleceram um período de *vacatio legis* propriamente dito, mas sim, uma norma de vigência imediata com a concessão de prazo adicional para que as agências se adaptassem integralmente às suas disposições.
17. Nesse contexto, questões previstas na instrução como a estrutura mínima exigida das agências, as informações periódicas e eventuais devidas ao mercado e à CVM, ou mesmo o próprio registro obrigatório (como, aliás, discutido especificamente no Ofício Circular CVM/SIN/nº 1º/2013) contariam com um prazo adicional razoável para que as agências, naquilo que fosse necessário, pudessem se adaptar à norma.
18. Entretanto, entende a SIN que a intenção da norma não foi a de permitir, como se vê neste caso concreto, que as agências se valessem desse período de adaptação para praticar atos então previstos como proibidos, ou mais especificamente neste caso, assumissem compromissos que viessem de encontro às exigências da instrução.
19. Assim, o objetivo dos artigos 37 e 39 da Instrução CVM nº 521/12 não foi o de estender a vigência das regras como um todo, permitindo que as agências permanecessem, como visto neste caso concreto, com a liberdade de prestar compromissos de confidencialidade para informações cuja divulgação encontrava previsão em regulação já vigente.
20. Conclui a SIN que as informações referentes aos contratos firmados entre a vigência da norma e 01.01.13 já estariam sim sujeitas às regras de divulgação previstas na Instrução CVM nº 521/12, posto que eventuais cláusulas de confidencialidade assinadas com clientes nesse período vão de encontro às regras já vigentes quando de sua assinatura.

Opiniões Preliminares – Incidência e Responsabilidades da Agência

21. Sobre esse tema, a Fitch solicita a confirmação da CVM a respeito de sua interpretação do artigo 12, VII, da Instrução CVM nº 521/12, que exige a divulgação de quaisquer opiniões preliminares emitidas pela agência "*no momento da divulgação da operação*".
22. A agência tem por interpretação que:

"Caso a Fitch venha a atribuir, após 01/01/2013, um rating inicial a uma emissão (i.e. operação) que não seja imediatamente divulgada ao mercado pelo emissor, entendemos que deveremos publicar em nosso site na internet o rating inicial, no momento que essa operação for divulgada.

Essa informação, entretanto, será disponibilizada em nosso site como resultado de um requisito regulatório, mediante esclarecimentos necessários, no sentido de que esse rating reflete uma situação passada e que não conta com o monitoramento após a data em que foi inicialmente atribuído."

23. Ainda, ao fim, questiona o que se deve entender pelo termo " *divulgação*" prevista naquela norma.
24. Em linhas gerais a SIN concorda com as avaliações e interpretação da Fitch de que caberia a divulgação do que ela denominou como " *rating inicial*", assim como, quanto à conclusão de que esse " *rating*" *reflete uma situação passada*" e de que não é monitorada pela agência após a sua emissão.
25. A SIN lembra que o objetivo desse dispositivo foi o de coibir a prática do " *rating shopping*", segundo a qual uma determinada entidade avaliada buscaria opiniões preliminares em diversas agências para contratar em definitivo aquela que lhe conferisse a melhor das classificações de risco.
26. Assim, diz a SIN, é natural assumir que o " *rating inicial*" da Fitch, nas hipóteses em que não gere a contratação do subsequente " *rating*" definitivo, não estará mesmo sujeito a qualquer acompanhamento ou monitoramento, circunstância essa que, como também mencionado pela própria Fitch, deverá ser objeto de " *disclaimer*" específico para que não confunda o leitor da informação.
27. Cabe esclarecer que o conceito de opiniões preliminares é bastante amplo, e não deve se limitar apenas aos denominados " *ratings iniciais*" cogitados pela Fitch, que contam com um rito formal e são inclusive submetidos ao Comitê de Classificação de Risco da agência. Deste modo, a SIN entende que toda e qualquer opinião, mesmo quando informal, ou ainda que não resulte na atribuição específica de uma nota de classificação, está sujeita ao artigo 12, VII, da Instrução CVM nº 521/12.
28. Com relação ao termo " *divulgação*" contido na redação daquele dispositivo, a SIN deduz por interpretação que se refere ao ato praticado por qualquer agente de mercado (ou seja, sem se limitar apenas à entidade avaliada, mas de forma a se estender, também e por exemplo, aos intermediários no âmbito de ofertas públicas ou às próprias agências de " *rating*" concorrentes), em que determinada classificação de risco é levada ao conhecimento do público investidor, independente do meio (mídia impressa, internet, rádio, televisão, etc.) utilizado para tanto.

Opiniões Preliminares – Necessidade de Divulgação de Operações com Alterações Substanciais

29. Neste tópico, a Fitch defende que:

"(...) não faz sentido publicar uma opinião acerca de uma operação, caso a estrutura dessa operação tenha sido modificada, em observância ao que dispõe o artigo 10 da referida norma, no sentido de que a informação prestada pela agência de crédito deve ser correta, clara e concisa. Assim, havendo mudança significativa na estrutura de uma operação, ocorrida no interregno em que a Fitch atribuiu um rating inicial e que a operação foi divulgada."

30. A proposta da Fitch é unicamente " *documentar essa situação*" e arquivá-la, para efeitos de eventual verificação e supervisão por parte da CVM. Na opinião da SIN, não se sustenta a alegação da Fitch de que ela estaria dispensada de divulgar uma opinião preliminar nos casos em que a operação definitiva seja lançada a mercado com estrutura " *modificada*".
31. A SIN relembra que o objetivo da divulgação pela Fitch de eventuais opiniões preliminares emitidas não é o de prestar informações a respeito da entidade avaliada, como faz crer, mas sim, o de evidenciar ao mercado a ocorrência das situações acima descritas de " *rating shopping*", a ser praticada indevidamente por alguma entidade avaliada no mercado.
32. Diante disto, não faz qualquer sentido a preocupação da Fitch de que tal divulgação poderia ir de encontro ao seu dever para a prestação de uma informação " *correta, clara e concisa*". Isso, claro, desde que a divulgação da opinião preliminar conte, como já defendido, com os " *disclaimers*" necessários à caracterização das particularidades dessa opinião.
33. Além do mais, a SIN se preocupa com a possibilidade de que a Fitch tenha tamanha liberdade na definição das opiniões preliminares que estariam sujeitas à incidência do artigo 12, VII, § único, da Instrução CVM nº 521/12, pois não é raro que as estruturas das operações sofram

alterações antes de ir a mercado (o que, aliás, ocorre muitas vezes justamente em função de observações dadas pelas agências nas opiniões preliminares), circunstância esta que poderia levar o dispositivo a se transformar em uma norma inaplicável.

34. Além disso, também a supervisão pela CVM ficaria prejudicada, pois seria impraticável determinar as hipóteses em que as alterações na estrutura seriam tais que justificariam a dispensa de divulgação da opinião preliminar pela Fitch.
35. Nesse ponto a SIN concorda, inclusive, com a avaliação da Superintendência de Desenvolvimento de Mercado – SDM, ao se deparar com a questão na mensagem eletrônica de 24.01.13 às fls. 53/55 (em especial à fl. 55), na qual, em linhas gerais, defendeu que deveria sim a agência divulgar suas opiniões preliminares mesmo nos casos em que a operação por ela avaliada guarde apenas semelhança (mas não identidade) com a definitiva divulgada ao mercado.

Divulgação de Outros Serviços Prestados

36. No tocante a essa dúvida, ao relembrar o teor do disposto no artigo 16, X, da Instrução CVM nº 521/12, que exige a evidenciação nos relatórios de classificação de risco de todos os "outros serviços prestados à entidade avaliada nos últimos 12 meses", a Fitch informa que presta ao mercado serviços de comercialização de "dados históricos", obtidos em razão das atividades de classificação de risco de crédito que exerce, que para ela "é um subproduto de nossas atividades de classificação de risco e não de outro serviço", razão pela qual entende que esse serviço não estaria sujeito ao "disclosure" exigido pelo mencionado artigo 16, X.
37. A SIN concorda que o serviço de assinatura para venda a terceiros de dados históricos de emissores é uma prática comum no universo das agências de classificação de risco, o que remonta à própria origem delas nos Estados Unidos, no início do século XX, quando prestavam muito mais esse serviço do que o de classificação de risco de crédito propriamente dito.
38. Porém, no mérito, a SIN discorda da avaliação da Fitch de que não seria necessária a evidenciação desse serviço nos relatórios de classificação de risco, pois mesmo que se reconheça a venda de dados históricos como um "subproduto da própria atividade de classificação de risco", não há, lendo o artigo 16, X, da Instrução CVM nº 521/12, espaço para qualquer interpretação que permita acomodar esse tipo de diferenciação:

"Art. 16. O relatório de classificação de risco deve evidenciar:

(...)

X - outros serviços prestados à entidade avaliada nos últimos 12 meses;"

39. Além disso, considerando que o objetivo da regulação nesse ponto é o de circunstanciar situações de potenciais conflitos de interesse em que a Fitch possa estar envolvida, também sob essa ótica torna-se necessário aos leitores dos relatórios de classificação de risco tomar conhecimento desse outro serviço, que, inclusive, é prestado à mesma entidade que é objeto de avaliação e classificação pela agência.

Guarda de Documentos

40. A Fitch, ao se debruçar sobre a exigência do artigo 32 da Instrução CVM nº 521/12, informa possuir normas e regulamentos internos, descritos nos documentos intitulados "Boletim 11" e "Boletim 11-B", que se destinam a definir as regras aplicáveis à guarda dos documentos relacionados ao exercício de suas atividades. Para subsídios, transcreve-se o dispositivo da norma:

"Art. 32. A agência de classificação de risco de crédito deve manter, pelo prazo mínimo de 5 (cinco) anos, ou por prazo superior por determinação expressa da CVM, em caso de processo administrativo, todos os documentos e informações exigidos por esta Instrução, bem como toda a correspondência, interna e externa, todos os papéis de trabalho, relatórios e pareceres relacionados com o exercício de suas atividades.

Parágrafo único. Os documentos e informações a que se refere o caput podem ser guardados em meios físico ou eletrônico, admitindo-se a substituição de documentos pelas respectivas imagens digitalizadas."

41. Apesar de não ter sido possível depreender qualquer consulta por parte da Fitch, foram acostados às fls. 56/71 os denominados Boletins 11 e 11-B, e sobre os quais a SIN não faz qualquer observação, pois se tivesse que fazer ressalvas agiria quando da análise do pedido de registro da Fitch, que já se encontra deferido desde 04.01.13.
42. A SIN destaca que os documentos são completos, partindo de definições gerais como seu objetivo, propósito, cobertura e vigência, quais seriam as informações e documentos de guarda obrigatória, e a respectiva classificação dos tipos de documentos e informações para uma correta identificação das que são objeto de arquivamento mandatário.
43. Conceitualmente, é possível perceber a identificação de uma categoria de documentos e informações associados às "Atividades Analíticas", que são justamente aquelas relacionadas à atividade de classificação de risco. Para elas, como não poderia deixar de ser, os boletins conferem especial sensibilidade e impõe deveres rigorosos e compatíveis com as exigências previstas na Instrução CVM nº 521/12.

Interpretação do artigo 30, XVI, da Instrução CVM nº 480/09

44. A Fitch questiona "qual o entendimento da CVM e eventuais implicações às agências de classificação de risco de crédito em relação a publicação no site da CVM de ratings privados decorrentes do cumprimento, por parte do emissor", da obrigação prevista no artigo 30, XVI, da Instrução CVM nº 480/09, a seguir transcrita:

"Art. 30. O emissor registrado na categoria A deve enviar à CVM, por meio de sistema eletrônico disponível na página da CVM na rede mundial de computadores, as seguintes informações eventuais:

(...)

XVI – relatórios de agências classificadoras de risco contratadas pelo emissor e suas atualizações, se houver, na data de sua divulgação;"

45. A esse respeito, a SIN reiterou o entendimento exarado no despacho acostado às fls. 49/50, bem como manifestou sua concordância com o entendimento consignado pela SEP à fl.51, conforme já relatado nos itens 9 e 10 do presente relatório.
46. No mais, como na consulta a Fitch cita também o termo "ratings privados", a SIN julga oportuno destacar ainda, a exemplo do mencionado na resposta à consulta tratada no item "Opiniões preliminares — incidência e responsabilidade da agência", que não poderiam ser impostas cláusulas contratuais de confidencialidade a qualquer emissor como impeditivo ao cumprimento dos deveres a ele impostos pelo artigo 30, XVI,

da Instrução CVM nº 480/09, uma vez que cláusulas nesse sentido deveriam ser interpretadas como "*contra legem*".

Voto

47. Como relatei, a Fitch, antes da edição da Instrução CVM nº 521/12, formulou consulta sobre a possibilidade de realizar teleconferência para investidores, e, posteriormente, apresentou novos questionamentos desta feita sobre alguns comandos da instrução.
48. A SIN analisou detalhadamente os pedidos da Fitch, inclusive agregando as opiniões da SEP e da SRE, e manifesto minha concordância com as conclusões das áreas técnicas, a seguir resumidas.

Teleconferências para explicar fundamentos sobre a classificação de riscos:

49. Sobre esse procedimento, a Fitch esclareceu ser ele comum na Europa e nos Estados Unidos, e nesses países ele ocorre "*após a publicação de um relatório de pré-venda ou preliminar*". O evento se limita a tratar do contido no relatório e dele não participa o intermediário responsável pela oferta do ativo financeiro por ela avaliado.
50. No entender da SIN, a preocupação externada pela Fitch reside nos deveres impostos aos intermediários envolvidos na oferta pública, como se extrai do art. 48 da Instrução CVM nº 400/03. Porém, a SIN apoiada no fato de que o intermediário não interferiria ou participaria da teleconferência, e que a classificação de risco de crédito é a opinião de terceiro independente sobre certo emissor, não haveria razão para se vedar o procedimento sugerido pela Fitch.
51. A SIN reforça sua opinião traçando um paralelo entre as opiniões das agências classificadoras de risco e as opiniões dos analistas de valores mobiliários, pois estes últimos não encontram vedação na Instrução CVM nº 483/10 para emitir opiniões sobre valores mobiliários objeto de oferta pública, mesmo no período denominado como de "silêncio".
52. Apesar de reconhecer a distinção existente entre as atividades, a SIN identifica pressupostos comuns, tais como: (i) a elaboração e divulgação de uma opinião profissional e fundamentada sobre um valor mobiliário; (ii) a independência presumida e exigida pela regulação no exercício da atividade; e (iii) as vantagens na redução de potenciais assimetrias e informações fundamentadas aos investidores sobre o risco do valor mobiliário na divulgação da opinião.
53. Por fim, a SIN lembra que não há na instrução regente da matéria nenhuma vedação à utilização da teleconferência na forma sugerida pela Fitch, razão pela qual ela é favorável ao pleito formulado.
54. A SRE, por sua vez, também opinou favoravelmente, ao concluir que a teleconferência não traria nenhuma informação nova ao mercado, além daquelas constantes dos relatórios de risco, e também por entender que a teleconferência não configura a manifestação do emissor ou do intermediário da oferta sobre a mesma, mas de comentários sobre o relatório elaborado pela agência, terceiro contratado pelo emissor.

Publicação no site da CVM de ratings privados decorrentes do cumprimento, por parte do emissor, da obrigação prevista na Instrução CVM nº 480/09:

55. A Fitch suscita dúvida sobre a responsabilidade que poderia lhe ser imputada, em razão da publicação de ratings privados, amparados por cláusulas contratuais de confidencialidade. A SIN opina que a imposição contida no art. 30, XVI, da Instrução CVM nº 480/09 alcança tão somente os emissores de valores mobiliários, não atingindo as agências de classificação de risco, que são meras prestadoras de serviços. A SEP se alinhou ao entendimento da SIN, ao afirmar que a citada regra é voltada para o emissor e estabelece o seu dever de divulgar, no prazo estabelecido, os relatórios das agências por ele contratados.

Validade de cláusulas de confidencialidade em contratos assinados durante o prazo de adaptação previsto na Instrução CVM nº 521/12:

56. A Fitch relata que possuía contratos com cláusula de confidencialidade que restringe a divulgação de ratings, contratos estes assinados antes da edição da Instrução CVM nº 521/2012, de 25.04.12, e antes mesmo de 01.01.13, e questiona se a regra de divulgação se aplicaria apenas aos contratos assinados após esta última data.
57. No entender da SIN, a resposta encontra-se nos artigos 37 e 39 da instrução, pois enquanto o primeiro estabelece que as agências "*devem se adaptar ao disposto nesta Instrução até o dia 1º de janeiro de 2013*", o segundo determina que a instrução "*entrará em vigor na data da sua publicação*", significando com isso que a vigência da norma é imediata, mas com a concessão às agências de um prazo adicional de integral adaptação às suas regras. Tal prazo adicional tem um destino certo, para situações específicas, e não é aceitável que a Fitch firme contrato com cláusula de confidencialidade após a edição da instrução, mesmo que no decorrer do prazo de adaptação.

Opiniões preliminares – Incidência e responsabilidade da agência :

58. Sobre esse tema, a Fitch solicita a confirmação da CVM a respeito de sua interpretação do artigo 12, VII, da Instrução CVM nº 521/12, que exige a divulgação de quaisquer opiniões preliminares emitidas pela agência "*no momento da divulgação da operação*", bem como sobre o que se deve entender sobre o termo divulgação.
59. A SIN destaca que esta regra visa coibir a prática do *rating shopping*, segundo a qual uma entidade avaliada buscaria opiniões preliminares em diversas agências para contratar em definitivo aquela que lhe conferisse a *melhor das classificações de risco*.
60. Conclui a SIN, que se o "*rating inicial*" não gera a contratação do subsequente *rating* definitivo, não estará mesmo sujeito a qualquer acompanhamento ou monitoramento, circunstância essa que, como também mencionado pela Fitch, deverá ser objeto de *disclaimer* específico para que não confunda o destinatário da informação.
61. A SIN ressalta que o conceito de opiniões preliminares é bastante amplo, e não deve se limitar apenas aos denominados "*ratings iniciais*" cogitados pela Fitch, que contam com um rito formal e são inclusive submetidos ao Comitê de Classificação de Risco da agência, razão pela qual toda e qualquer opinião, mesmo quando informal, ou ainda que não resulte na atribuição específica de uma nota de classificação, estará sujeita ao artigo 12, VII, da Instrução CVM nº 521/12.
62. Com relação ao termo "divulgação", a SIN deduz por interpretação que se refere ao ato praticado por qualquer agente de mercado (ou seja, sem se limitar apenas à entidade avaliada, mas de forma a se estender, também e por exemplo, aos intermediários no âmbito de ofertas públicas ou às próprias agências de *rating* concorrentes), em que determinada classificação de risco é levada ao conhecimento do público investidor, independente do meio (mídia impressa, internet, rádio, televisão, etc.) utilizado para tanto.

Opiniões preliminares – Necessidade de divulgação de operações com alterações substanciais:

63. Na opinião da SIN, não se sustenta a alegação da Fitch de que ela estaria dispensada de divulgar uma opinião preliminar nos casos em que a operação definitiva seja lançada a mercado com estrutura "*modificada*", pois o objetivo da divulgação de opiniões preliminares não é o de prestar informações a respeito da entidade avaliada, como faz crer a Fitch, mas sim, o de evidenciar ao mercado a ocorrência de "*rating shopping*".
64. No entender da SIN isso não conflita com o dever de prestar uma informação "*correta, clara e concisa*", desde que a divulgação da opinião preliminar contenha o "*disclaimer*" necessário à caracterização das particularidades dessa opinião.

Divulgação de outros serviços:

65. A SIN concorda que o serviço de assinatura para venda a terceiros de dados históricos de emissores é uma prática entre as agências de classificação de risco, o que remonta à própria origem delas nos Estados Unidos, no início do século XX, quando prestavam muito mais esse serviço do que o de classificação de risco de crédito propriamente dito.
66. Porém, discorda da avaliação da Fitch de que não seria necessária a evidenciação desse serviço nos relatórios de classificação de risco, pois mesmo que se reconheça a venda de dados históricos como um "*subproduto da própria atividade de classificação de risco*", a sua divulgação é obrigatória por força do disposto no artigo 16, X, da Instrução CVM nº 521/12.

Guarda de documentos:

67. A Fitch, diante da exigência do artigo 32 da Instrução CVM nº 521/12, informa possuir regras sobre a guarda de documentos, consubstanciadas nos documentos intitulados "Boletim 11" e "Boletim 11-B".
68. A SIN destaca que é possível perceber a identificação de uma categoria de documentos e informações associados às "*Atividades Analíticas*", que são justamente aquelas relacionadas à atividade de classificação de risco, regras que são compatíveis com aquelas previstas na Instrução CVM nº 521/12.

É o meu voto.

Rio de Janeiro, 24 de setembro de 2013.

Roberto Tadeu Antunes Fernandes
Diretor-Relator

[1] "Art. 30 – O emissor registrado na categoria A deve enviar à CVM, por meio de sistema eletrônico disponível na página da CVM na rede mundial de computadores, as seguintes informações eventuais:

(...)

XVI – relatórios de agências classificadora de risco contratadas pelo emissor e suas atualizações, se houver, na data de sua divulgação;" .