

Processo CVM nº RJ2013/4911

Reg. Col. nº 8935/2013

Interessados: Quorum Gestão de Investimentos Ltda.

BRL Trust DTVM S.A.

Gradual CCTVM S.A.

Assunto: Pedidos de dispensa de requisitos da Instrução CVM nº 356, de 2001, com alterações introduzidas pela Instrução CVM nº 531, de 2013.

Manifestação de Voto

I. Introdução

1. Trata-se de pedidos de dispensa de requisitos da Instrução CVM nº 356/2001, com alterações introduzidas pela Instrução CVM nº 531/2013, apresentados por dois administradores – BRL Trust DTVM S.A. (“BRL”) e Gradual CCTVM S.A. (Gradual) para alguns Fundos de Investimento em Direitos Creditórios – Não Padronizados (FIDC-NP) sob suas respectivas administrações, tendo em vista o prazo de 1º de fevereiro de 2014 para a adaptação dos Fundos de Investimento em Direitos Creditórios (FDIC) e FDIC-NP ao disposto na Instrução CVM nº 531/2013. Os fundos administrados pela BRL são geridos pela Quorum Gestão de Investimentos Ltda. (“Quorum”) e os da Gradual pela RCB Planejamento Financeiro Ltda. (RCB) que em conjunto com os administradores são aqui referidos como “Requerentes”.

2. O ponto comum entre os pedidos é a obtenção de dispensa ao cumprimento do disposto no art. 38, §7º, II, da Instrução CVM nº 356/2001[1], de forma a permitir que os cedentes efetuem a guarda da documentação dos direitos creditórios. Adicionalmente, a BRL Trust DTVM S.A. solicita dispensa ao cumprimento do disposto no art. 39, §2º[2] e art. 38, V[3], da Instrução CVM nº 356, de forma a permitir que o custodiante de seus fundos, o Banco Santander, permaneça também como um dos cedentes dos direitos creditórios investidos pelos FIDC.

3. Em 17/12/2013, a Superintendência de Investidores Institucionais (SIN) relatou os pedidos ao Colegiado com parecer favorável à dispensa do art. 38, §7º, II, da Instrução CVM nº 356/2013, deixando claro que todas as demais atribuições do custodiante deveriam restar preservadas, nos termos do art. 38, da Instrução CVM nº 356/2001. Além disso, alertou que a dispensa não configurava uma isenção de responsabilidade por parte dos custodiantes, inclusive em relação à própria guarda da documentação relativa aos direitos creditórios.

4. Com referência ao pedido de dispensa do cumprimento do art. 39, §2º, solicitado pela BRL, a Área Técnica recomendou ao Colegiado não atender o pleito, *“tendo em vista os riscos que tal flexibilização pode trazer ao mercado, fragilizando a plataforma regulatória e minando um dos pilares da reforma da indústria de FIDC, introduzida pela Instrução CVM nº 531”*.

5. Finalmente, sobre a questão levantada pela BRL a respeito de casos de cobrança judicial, a Área Técnica esclareceu *“que tal situação não carece de dispensa formal pelo Colegiado, dado que tais documentos, obrigatoriamente, devem permanecer nos autos do processo de cobrança, o que seria, em certo grau, uma inexigibilidade de conduta diversa”*.

6. A Diretora Luciana Dias pediu vistas do processo quando do relato da SIN. Em 27/05/2014, ela consignou o seu voto tendo concordado com a SIN *“quanto à guarda dos documentos que comprovam direitos creditórios objeto de disputa judicial e quanto ao cumprimento do art. 39, §2º da Instrução CVM nº 356, de 2001”*. Contudo, a Diretora discordou da recomendação da SIN quanto à possibilidade de guarda pelos cedentes dos documentos comprobatórios de créditos adquiridos por um FIDC, indeferindo este pedido. Nesta reunião pedi vistas deste processo.

7. É importante lembrar que os FIDC envolvidos no pedido são todos “Não Padronizados” e tem como objeto a recuperação de créditos inadimplidos já provisionados ou baixados dos ativos dos bancos, massificados, de pequeno valor de face, envolvendo centenas de milhares de contratos de crédito.

8. Na próxima seção, recapitulo os argumentos da Diretora Luciana Dias para negar o deferimento do pedido. A seção seguinte apresenta uma visão da indústria de recuperação de crédito no Brasil. Por último, analiso porque discordo da Diretora Luciana Dias, acompanhando o entendimento da Área Técnica para deferir o pedido de dispensa do cumprimento do art. 38, §7, II da Instrução CVM nº 356/2001. Acompanho o entendimento da SIN e da Diretora Luciana Dias quanto aos processos judiciais e quanto ao indeferimento da dispensa do art. 39, § 2º que permitiria ao Custodiante, Banco Santander, ser também cedente do FDIC-NP administrado pela BRL.

II. A Análise da Diretora Luciana Dias

9. A Diretora Luciana Dias lembrou em seu Voto as possíveis fraudes envolvendo FIDCs que levaram a CVM a

alterar a regulação destes fundos.

10. A primeira possível fraude envolvendo FDIC recordada ocorreu em 2009 quando um grupo de 17 investidores, quase todos "hedge funds" estrangeiros e um fundo de pensão brasileiro perdeu boa parte de um total de R\$ 800 milhões que aplicaram em um fundo de direitos creditórios, o Union National. Quando a gestora, a Union, criou o fundo, ela era uma empresa de *factoring* fundada em 1995. Além de idealizadora da estrutura do fundo, ela era a cedente, a consultora de créditos e a agente de cobrança do Union. A ideia era replicar operações de *factoring* estruturadas pelos sócios da Union, permitindo que investidores participassem da atividade. Entre março e setembro de 2009, o volume de créditos vencidos saiu de 13% para 96,2%, com papéis de empresas como a Universidade Luterana do Brasil (Ulbra), cooperativas agrícolas e o grupo Bertol, do Rio Grande do Sul. Já no início do fundo, 40% das duplicatas foram cedidas pela fabricante de talheres Mundial da qual um dos sócios da Union era conselheiro de administração. Aparentemente, os cotistas descobriram que aplicaram em um fundo com baixo histórico de inadimplência, mas que na realidade estava repleto de créditos duvidosos.[4]

11. Outras possíveis fraudes envolvendo FDIC teriam ocorrido em fundo administrado pelo Banco Pan Americano e envolveu a cessão do mesmo crédito para mais de um fundo e a manutenção de recebíveis que já haviam sido pagos. No FDIC administrado pelo Banco Cruzeiro do Sul, a possível fraude envolveu a cessão de créditos inexistentes de pequeno valor.

12. Em todas essas alegações de fraudes, o objeto da fraude era recebíveis de operações mercantis - supostamente de qualidade e no curso normal de seu recebimento -, em FDIC tradicional padronizado, e não em FDIC-NP que busca recuperar os chamados "créditos podres". Observe-se que nesses casos de fraude, a discussão ocorre após a inadimplência surgir, diferentemente dos fundos aqui envolvidos que adquirem já na partida créditos sabidamente inadimplidos.

13. Diante dessas possíveis fraudes a CVM ajustou a sua regulação publicando a Instrução CVM nº 531/2013 para prevenir que estes tipos de fraude se repetissem. Conforme lembrou a Diretora Luciana Dias, "[o] *edital da Audiência Pública nº 05/2012 ("Audiência Pública"), que culminou na edição da Instrução CVM nº 531, de 2013, consubstanciou as preocupações da CVM naquele momento, buscando esclarecer o que se esperava dos custodiantes no que concerne às obrigações de guarda física de documentos, bem como as condições para delegação desses serviços a terceiros*".

14. De acordo com a Diretora:

"Referida audiência deixou claro que a proposta de norma tinha como objetivo aperfeiçoar determinados aspectos da Instrução CVM nº 356, de 2001, sobretudo, com relação: (i) à mitigação de estruturas que propiciam a ocorrência de conflito de interesses, em que a concentração indevida de funções por um mesmo participante ou por partes a ele relacionadas compromete a boa governança dos FIDC; e (ii) ao aperfeiçoamento dos controles por parte do administrador e dos principais prestadores de serviços aos FIDC, com a definição mais clara da atuação e de responsabilidades dos atores desse mercado".

15. Para a Diretora, a redação final do art. 38, §§ 6º, 7º, e 8º após a alteração da Instrução CVM nº 356/2001 pela Instrução CVM nº 531/2013, veda que o custodiante contrate o originador, o cedente, o consultor especializado ou partes a eles relacionadas. A motivação para esta vedação foi afastar os riscos oriundos de conflito de interesses.

16. Assim, a Diretora conclui que, no caso concreto, não seria "possível apontar o art. 9º da Instrução CVM nº 444, de 2006[5] ou o precedente mencionado acima[6] como fundamento para a dispensa pleiteada nos casos sob análise, porque, nos termos de tal dispositivo, qualquer dispensa de requisitos previstos na Instrução CVM nº 356, de 2001, depende da inexistência de violação ao interesse público, o qual, nesse caso, parece corresponder justamente à segurança da indústria, à proteção do investidor e à mitigação dos conflitos de interesses ora discutidos".

17. De acordo com o entendimento da Diretora Luciana Dias, caso a CVM concedesse a dispensa, esta Autarquia "estaria abrindo mão das proteções geradas pelos serviços de um **gatekeeper** importante na cadeia dos FIDC, produto tão relevante para o sistema financeiro nacional, sem uma justificativa que me pareça razoável ou pertinente".

18. Ao concluir o seu voto, a Diretora fez três comentários em relação aos casos concretos:

- (i) Para a Diretora, o fato de o cedente se comprometer a pagar o valor integral de aquisição dos créditos, caso eles não existam, implica que o investidor passa a correr o risco da solidez do próprio cedente e não do fundo. Contudo, ela não vê "como tal característica possa mitigar a necessidade de segregação entre os diversos prestadores de serviços do fundo e a existência de **gatekeepers** independentes. Na hipótese de falha do cedente, como ocorrido em alguns casos concretos no passado, em nada tal obrigação de indenizar socorreria o investidor, tampouco tal obrigação seria capaz de prevenir fraudes".
- (ii) Quanto ao argumento de que o elevado custo de implementação das novas regras da Instrução CVM nº 531/2013 inviabilizaria a indústria de FDIC com créditos pulverizados de baixo valor, a Diretora lembra que a própria Instrução CVM nº 531/2013 já admite que a existência dos créditos possa ser feita através de caracteres criados em computador ou digitalizada. Ademais, "[m]uitos outros fundos com créditos tão dispersos quanto os dos requerentes cumprem hoje com os comandos da Instrução CVM nº 531 de 2013".
- (iii) Quanto ao argumento dos Requerentes segundo o qual a lógica de cobrança de créditos de baixo valor dispensa os documentos físicos, pois é realizada em geral através de negociações extrajudiciais com os devedores, a Diretora argui que a "exigência de guarda física dos documentos não tem por

objetivo viabilizar a cobrança dos créditos cedidos aos FIDC, mas sim garantir a verdadeira cessão do crédito e, conseqüentemente, a sua propriedade pelo fundo. Portanto, é pouco relevante para o bem jurídico protegido pelo comando ora discutido se a cobrança dos créditos cedidos pode ser feita sem a documentação pertinente ao crédito”.

19. A Diretora conclui ainda que seria precipitado “falar que tal reforma inviabiliza a indústria de FIDC, mesmo os FIDC-NP de créditos pulverizados inadimplidos, tendo em vista que os requerentes representam uma parcela reduzida dos fundos hoje existentes”.^[7]

III. A Indústria de Recuperação de Créditos Inadimplidos e os FDICs dos Requerentes

20. Nos últimos 14 anos, o volume de crédito da economia brasileira cresceu de 25% do PIB para 50%, impulsionado pelo crédito ao consumidor que passou de 23% do PIB em 2002 para 46% nos dias atuais. Com a expansão do crédito, a inadimplência também aumentou fazendo com que a carteira de crédito dos bancos com créditos inadimplidos crescesse. Os bancos passaram a leiloar suas carteiras de créditos inadimplidos para fundos constituídos como FDIC-NP especializados em cobra-los. Estes leilões são precedidos da disponibilização para os potenciais adquirentes dos dados básicos dos créditos e seus devedores.

21. Apenas recentemente o mercado de créditos inadimplidos começou a desenvolver-se no Brasil. De acordo com a BRL (fl.116), a primeira transação relevante deste ativo ocorreu no final dos anos 90 entre a Goldman Sachs (cessionária) e o Banco Itaú (cedente). Contudo, só em meados da década de 2000 foi que o mercado se estruturou através do surgimento de empresas que coordenam a ligação entre os investidores, vendedores de carteiras, e empresas de cobranças.^[8] Assim, no final de 2006, o Banco ABN AMRO, colocou à venda uma carteira de créditos inadimplentes há mais de 360 dias com valor de face de R\$ 1,6 bilhão de pessoas físicas e R\$ 900 milhões de pessoas jurídicas. O comprador foi um grupo americano.

22. A Tabela 1 mostra o valor de face das transações envolvendo carteiras de créditos inadimplidos (*non performing loans - NPL*) cedidas no Brasil entre 2006 e 2013 (estimado). Neste período, o valor de face das carteiras cedidas cresceu 32,5% a.a..

23. O mercado no Brasil é promissor para este tipo de operação. A carteira de crédito dos bancos privados no Brasil é hoje de R\$ 2 trilhões. Assumindo uma inadimplência de 2%, o tamanho da carteira que poderia ser transferida para FDICs-NP seria de R\$ 40 bilhões. Os potenciais compradores dessas carteiras são bancos de investimentos através das suas mesas de renda fixa proprietária, *hedge funds*, e os investidores sofisticados de grande porte (os chamados *master services*).

24. Para efeito de comparação, nos Estados Unidos, entre 2008 e 2013, o valor de face securitizado cresceu 16% a.a. para atingir cerca de R\$ 148 bilhões estimados no ano passado (fls. 102).

Tabela 1 – Brasil: Valor de Face das Carteiras de Créditos Inadimplidos Transferidas

Ano	Valor de Face das Carteiras Transferidas, R\$ milhões
2006	2.500
2007	10.200
2008	10.764
2009	2.515
2010	7.529
2011	22.357
2012	15.570
2013E	18.000

Fonte: Quorum até 2007 e RCB para o período posterior com base em informações internas das gestoras (fls. 102 e 116)

25. No Brasil, os créditos inadimplidos são comercializados por bancos, financeiras, varejistas, incorporadoras, concessionárias de serviços públicos, ou quaisquer prestadores de serviço ou vendedores que prestem serviços ou façam vendas contra recebimentos futuros. O lastro dos créditos inclui dívidas associadas a cheque especial, cartão de crédito, crédito consignado, crédito pessoal, adiantamento a depositante, capital de giro, crédito direto ao consumidor, e imóveis.

26. A Tabela 2 traz uma compilação dos FDIC-NP de acordo com o seu objeto conforme dispõe o regulamento do fundo. Foram compilados praticamente todos os FDICs-NP registrados na CVM totalizando 108 fundos, excluindo-se os que não são operacionais. Dos 108 fundos, praticamente metade, 51, buscam recuperar créditos vencidos e inadimplidos. Eles respondem por cerca de 50% do patrimônio líquido da indústria quando se exclui os FDICs-NP

da Petrobrás e do Grupo VALE (ver última coluna). Os seis fundos que buscam dispensa neste processo estão incluídos entre os 51 fundos. Eles buscam recuperar créditos inadimplidos de origem bancária.

Tabela 2 – FDIC – NP: Classificação por Objeto e Patrimônio Líquido em Dezembro de 2013

Objeto do FDIC	Número de Fundos	Patrimônio Líquido	Participação % no Total do Patrimônio	Participação % no Total do Patrimônio ex-Petrobrás e ex-VALE
Objeto não está claro	7	R\$ 597.760.549	1,61%	7,04%
Direito creditório do FCVS.	1	R\$ 23.707.829	0,06%	0,28%
Direitos creditórios de natureza diversa	2	R\$ 110.027.700	0,30%	1,30%
Direitos creditórios representados por CCBs e CCIs.	1	R\$ 2.522.999	0,01%	0,03%
Direitos creditórios setor público	2	R\$ 22.646.764	0,06%	0,27%
Créditos vencidos e pendentes de pagamento	51	R\$ 4.288.588.258	11,53%	50,49%
Créditos vencidos e em oedente	8	R\$ 484.739.888	1,30%	5,71%
Precatórios	21	R\$ 2.377.855.892	6,39%	28,00%
Precatórios e/ou ações judiciais	10	R\$ 470.261.394	1,26%	5,54%
Precatórios e/ou ações judiciais contra entes privados	2	R\$ 110.120.024	0,30%	1,30%
Sistema Petrobrás	1	R\$ 28.059.309.820	75,46%	n.s.
VALE S/A	1	R\$ 630.779.390	1,70%	n.s.
Outros	1	R\$ 5.608.379	0,02%	0,07%
Total	108	R\$ 37.183.928.889	100,00%	100,00%
Total ex-Petrobrás e ex-Vale	106	R\$ 8.493.839.678		

Fonte: Assessoria Econômica da CVM (ASA) com base nos regulamentos dos fundos

27. As exigências regulatórias dispostas na Instrução CVM nº 531/2013 afetam particularmente estes fundos que compram centenas de milhares de contratos de créditos vencidos de várias instituições financeiras. A título de exemplo, o FIDC Ipanema II detém créditos inadimplidos originados por 10 bancos diferentes, totalizando 808.243 contratos com valor de face de R\$ 1,2 bilhão resultando em um ticket médio de apenas R\$ 1.476,50. Já o fundo Itapeva II, gerido pela RCB, detinha créditos inadimplidos originados por cinco bancos com valor de face de R\$ 6,8 bilhões, representados por 1,7 milhão de contratos.

28. É importante pontuar as características desses fundos e como eles se diferenciam dos tradicionais FDIC[9]:

- A carteira de crédito destes fundos é espalhada por centenas de milhares de contratos pulverizados e de baixo ticket. Alguns desses fundos têm entre um e dois milhões de contratos em suas carteiras.
- A cobrança judicial não se justifica economicamente. Os participantes estimam que o valor de face do crédito teria que ser superior a R\$ 30 mil para que se justifique economicamente ir ao judiciário.
- O preço pago sobre o valor de face varia entre 0,1% e 8%, sendo 3% uma boa estimativa. Assim para cada R\$ 100 de valor de face, os fundos pagam, em média, apenas R\$ 3,0.
- O grande deságio indica que a própria precificação do produto incorpora falhas na documentação dos contratos cedidos.
- A lógica econômica destes fundos não se baseia na qualidade individual dos créditos e dos respectivos devedores, mas sim na recuperação de um determinado percentual da carteira, percentual este que é estimado pelos adquirentes a partir de modelos estatísticos. Estes levam em conta desde a situação macroeconômica até a dispersão da carteira geograficamente no país, passando pelo setor do crédito, ticket médio etc.
- Assim que o crédito é comprado pelo FDIC-NP, o apontamento do devedor na SERASA e no SPC é baixado pelo banco cedente e um novo apontamento é realizado pelo FDIC.
- Os contratos de cessão dos créditos entre o banco cedente e o FDIC-NP preveem que o banco tem prazo definido para apresentar a documentação de um determinado contrato a pedido do gestor do FDIC. Caso o contrato não seja apresentado no prazo, há pena de multa, e, caso a documentação não exista ou esteja incompleta, o cedente tem a obrigação de pagar ao fundo aquele crédito pelo valor cedido corrigido. Em outras palavras, o cedente assume o risco da não existência do crédito ou de sua documentação falha.
- Os documentos comprobatórios são importantes quando o devedor questiona a dívida. Na experiência da RCB, as reclamações giram em torno de 0,2% a 0,3% dos devedores de uma carteira (fl. 104).

- i. Dado o volume de informação e o elevado custo de transferência de todos estes contratos para um custodiante, em geral os contratos de cessão preveem que eles possam ficar sob a guarda da instituição cedente que é contratada para exercer tal função (isto é, de custodiante).

29. Da descrição acima, algumas conclusões podem ser tiradas. Primeiro, a natureza destes FIDCs-NP, que focam na recuperação de crédito massificado inadimplido, é muito diferente de um FDIC padronizado cujo lastro é formado por recebíveis de créditos no curso normal de seu recebimento. Observe-se que uma carteira de crédito adimplente em seu curso normal de recebimento é cedida com pequeno deságio tal como no desconto de uma duplicada não vencida. Esta é uma diferença fundamental entre um FDIC tradicional e o FDIC-NP que busca recuperar o chamado "crédito podre". Os FIDCs-NP não adquirem para suas carteiras duplicatas mercantis.

30. Em contraste, uma carteira de créditos inadimplidos é adquirida por um grande desconto. Para ilustrar, uma carteira de crédito adimplente (crédito bom) pode ser cedida com um desconto de 3% do valor de face (isto é R\$ 97 para cada R\$ 100 de valor de face) enquanto uma carteira com créditos em atraso por mais de 180 dias é adquirida por 3% do valor de face (isto é R\$ 3,0 para cada R\$ 100,0 de valor de face).

31. Segundo, do ponto de vista dos bancos com créditos inadimplidos, a cessão de créditos inadimplidos há mais de 180 dias, provisionados, e baixados, para FIDCs-NP representa uma receita adicional através da recuperação de um crédito que já foi totalmente provisionado. Os recursos recebidos com a venda da carteira podem ser alavancados através do uso deles em novos créditos. Assim, um banco com uma carteira de créditos pulverizados vencidos há mais de 180 dias com valor de face de R\$ 1 bilhão, ao receber 3% por ela, recupera R\$ 30 milhões que voltam para o sistema.

32. Além disso, do ponto de vista do banco, uma renegociação de uma dívida de valor de face de R\$ 100 por um valor muito baixo pode criar precedentes de desconto e estimular devedores à inadimplência. Já o FDIC-NP que adquiriu um crédito de valor de face por R\$ 3,00, pode negociar com o devedor o pagamento de algo como R\$ 10,00 e sair no lucro enquanto o devedor tem o seu nome limpo na SERASA/SPC e a sua volta ao mercado de crédito.

33. Podemos concluir que, do ponto de vista econômico, a recuperação de créditos inadimplidos via FIDCs-NP tem um papel na economia de mercado e que cresce de importância na medida em que o crédito se expande na economia brasileira, tal como ocorreu em outros países.

34. No que se segue, analisamos os pontos levantados pela Diretora Luciana Dias.

IV. O Custodiante, a Recompra do Crédito Inexistente ou com Documentação Falha, o Custo de Adaptação à Instrução CVM nº 531/2013, e a Forma de Cobrança dos Créditos Inadimplentes Massificados de Baixo Valor de Face

35. Conforme a Diretora Luciana Dias explicou em seu Voto, a alteração da Instrução CVM nº 356/2001 pela Instrução CVM nº 531/2013 veio na esteira de possíveis fraudes em FIDCs cujo lastro não existia e nos quais o conflito de interesse entre o originador, cedente e gestor era irreconciliável. Diante do ocorrido, a CVM buscou aprimorar a regulação dos FIDCs e, entre as medidas adotadas, proibiu o cedente de ficar com a guarda dos documentos comprobatórios dos créditos que deveriam ser transferidos para um custodiante não relacionado.

36. No entendimento da Diretora Luciana Dias, a concessão da dispensa aqui requerida seria abrir mão desta proteção sem uma justificativa razoável. Outros pontos levantados pela Diretora foram: (i) o risco de crédito do cedente, (ii) o cumprimento das novas normas pelos demais FIDCs-NP registrados na CVM, e (iii) a irrelevância do não uso da documentação do crédito para efetuar a cobrança dos créditos inadimplidos, pois a transferência da documentação busca evitar que o mesmo crédito possa ser cedido mais de uma vez.

37. Discordo da Diretora quando ela afirma que não há uma justificativa razoável para a concessão da dispensa pleiteada pela BRL e pela Gradual.

38. Começo minha argumentação lembrando o voto da Ex-Presidente Maria Helena Santana no Processo RJ 2011/12448, apreciado em 20/03/2012 em pedido de dispensa dos requisitos da Instrução CVM nº 356/2001 por FIDC-NP. Naquela ocasião, a então Presidente escreveu:

14. No entanto, entendo ser importante para o presente caso o exame dos objetivos da CVM ao desenvolver as normas para os FIDCs-NP. E, neste sentido, vejo que sempre foi reconhecido que se pretendia criar um fundo com tratamento regulatório diferenciado do FIDC, já que o investimento em créditos não-padronizados apresenta "*riscos de natureza jurídica ou operacional relevantes que exijam do investidor mais do que a expertise financeira usualmente empregada na análise de modalidades de investimento já assimiladas pelo mercado*". Assim, se por um lado a norma previu maior flexibilidade para acomodar particularidades dos direitos creditórios chamados de não-padronizados, ela por outro restringiu a oferta do produto a um público investidor ainda mais restrito do que os dos FIDCs, já que as cotas do FIDC-NP deverão possuir valor nominal unitário de, no mínimo, R\$ 1.000.000,00 (art. 4º, inciso II da Instrução 444). E, ainda, exigiu que a qualidade especial dos direitos objeto de aplicação fosse explicitada no próprio nome dos fundos, para que servisse de alerta aos investidores (art. 3º da Instrução 444).

15. Nesse sentido, a aplicação das disposições da Instrução 356 aos FIDCs-NP foi acompanhada, desde o início, da possibilidade de dispensa prevista no art. 9º da Instrução 444, que permite expressamente que a CVM exima o FIDC-NP do cumprimento de dispositivos da Instrução 356 se observados o interesse público, a adequada informação e a proteção ao investidor.

16. E, entendo que a motivação para tal previsão foi o reconhecimento de que o FIDC-NP é um fundo com características particulares no qual, desde que cumpridos os requisitos estabelecidos no próprio art. 9º, seria possível a dispensa das disposições da Instrução 356 após a análise do caso específico.

(...)

19. Entendo ser semelhante o caso da Instrução 444, ou seja, que ao desenvolver o FIDC-NP o regulador sabia estar diante de uma espécie de fundo de investimento que aplicaria em direitos creditórios especiais, o que demandaria um regramento próprio, e que, por conta da diversidade de hipóteses para a sua utilização, preferiu não restringir seu escopo, podendo excepcionar o cumprimento da regra para o caso específico quando não vislumbrasse prejuízo ao interesse público, ao mercado e aos investidores.

39. O Voto da Ex-Presidente menciona a Instrução CVM nº 444/2006 que dispõe especificamente sobre o funcionamento dos FIDCs-NP. O seu art. 9º menciona os princípios que devem ser observados nos casos de dispensa dos cumprimentos da Instrução CVM nº 356/2001:

“Art. 9º A CVM poderá, a seu critério e sempre observados o interesse público, a adequada informação e a proteção ao investidor, autorizar procedimentos específicos e dispensar o cumprimento de dispositivos da Instrução CVM nº 356/01, para os fundos registrados na forma desta Instrução”.

40. Passo a analisar se os critérios dispostos neste artigo estão contemplados no caso concreto.

41. Lembro inicialmente que os cotistas desses fundos são investidores que investem um ticket mínimo de R\$ 1 milhão (os chamados investidores super qualificados ou profissionais)[10]. Pela característica desses fundos, seus investidores não são apenas indivíduos de alta renda, mas cotistas especializados e sofisticados do ponto de vista financeiro. No caso do fundo administrado pela Gradual, o único cotista era investidor especializado e de grande porte e, no caso dos fundos da BRL, são algumas poucas pessoas jurídicas e pessoas físicas de alta renda, a maioria conhecedora do mercado financeiro.

42. Conforme a Diretora Luciana Dias mencionou em seu Voto, cada vez mais os bancos, especialmente os grandes bancos, buscam digitalizar seus processos. Frequentemente, os grandes bancos contratam empresas especializadas em vários locais do Brasil para digitalizar e fazer a custódia da documentação física de seus clientes. A digitalização não é obrigatória e os bancos médios e pequenos não necessariamente contratam grandes empresas de guarda de documentos. Muitos continuam fazendo a própria guarda da documentação.

43. É importante destacar que o fato de haver digitalização não quer dizer que o custo de transferência de contratos inadimplidos seja irrelevante, pois a transferência pelo banco cedente para o custodiante do FIDC-NP dos contratos cedidos pode não ser trivial. Os bancos frequentemente trabalham com um contrato guarda-chuva que o cliente aciona assim que contrata um determinado serviço ou produto, p. ex., cheque especial, cartão de crédito, crédito consignado, crédito ao consumidor etc. Quando há a transferência de um desses contratos para um FIDC-NP, por exemplo, é necessário separar a documentação pertinente àquele crédito, não se podendo passar outros dados que não digam respeito àquele contrato. Além disso, há de se considerar que muitos contratos ainda existem na forma física, bem como a exigência legal de apresentar o documento original tal como no caso do cheque sem fundos.

44. Os FIDCs-NP aqui considerados têm contratualmente o direito de pedir mensalmente a documentação de um determinado número de contratos. Após ultrapassada esta barreira, o custo para disponibilizar contratos adicionais é de cerca de R\$ 2,00-R\$ 3,00 por contrato. Dado o percentual do valor de face pago por essas carteiras de créditos inadimplidos, pode-se observar que a exigência da transferência dos contratos elevaria sobremaneira o custo da indústria, e com ganhos de segurança bastante reduzidos, ou mesmo inexistentes já que esta documentação não é utilizada nas negociações extrajudiciais entre o FIDC e os devedores.

45. Além do custo da transferência, seria necessário considerar o custo da guarda mensal de cheques e contratos. De acordo com a BRL (fl 111), este custo seria de R\$ 0,13 por mês por cheque e de R\$ 0,04 por mês por contrato. Em apenas uma das carteiras da BRL com 831.403 cheques e 4.240.461 contratos, o custo mensal de tal exigência seria de R\$ 278 mil/mês. Embora não seja papel da CVM considerar custos em caso de riscos ponderáveis para o mercado e investidores, entendo que no caso em tela, os custos ultrapassam em muito os benefícios de tal medida, conforme veremos mais abaixo.

46. Em relação ao argumento de que os demais FIDCs-NP se adaptaram à nova sistemática, observo na Tabela 2 que muitos lidam com precatórios e processos judiciais (40 fundos dos 106 ex-Petrobras e ex-VALE) e, portanto, estão fora do escopo de preocupação e da dispensa, conforme bem apontado pela SIN no MEMO/CVM/SIN/GIE/Nº 215/2013.

47. Quanto aos 51 fundos que buscam recuperar créditos inadimplidos, lembro que seis estão aqui representados. Para os demais, é preciso analisar como eles se adaptaram a nova regra. A simples permissão de acesso pelo FIDC-NP e seu custodiante à empresa que guarda a documentação do próprio banco cedente não é suficiente, na leitura dos administradores requerentes, para satisfazer a nova Instrução CVM nº 531/2013. Outra possível forma de adaptação que está sendo considerada por participantes do mercado é a transferência das carteiras para sociedades (Ltda. ou S.A.) que não são reguladas pela CVM (fl. 113). Observo que a SIN já tem esclarecido a custodiantes que, se houver total controle por parte deles dos documentos lastro dos direitos creditório que só podem ser acessados pelo custodiante do FIDC ou mediante sua autorização, a guarda física pode ser feita nas instalações do cedente sem contrariar a ICVM 531. Contudo, o caso do pedido da dispensa não se enquadra exatamente neste entendimento da SIN, já que muitos bancos retêm a documentação.

48. Assim, não considero conclusiva a afirmação de que todos os fundos FIDCs-NP se adaptaram, exceto os

Requerentes, como se fosse um capricho destes últimos e não um problema para o qual estão buscando solução legítima. Não concordo ainda com o argumento segundo o qual, a medida afeta uma parcela pequena da indústria. A meu ver qualquer jurisdicionado que seja afetado por uma instrução da CVM tem o direito de ver o seu legítimo pleito de dispensa ser considerado pelo Colegiado, mesmo que este pleito seja único e particular.

49. Lembro também que o indeferimento da dispensa afeta não apenas a eles, mas também àqueles que queiram implementar estrutura similar. A Área Técnica tem outros pedidos semelhantes, inclusive de um grande banco de varejo, esperando a decisão do caso em tela. O indeferimento da dispensa aqui requerida não afeta apenas os Recorrentes, mas todos os potenciais participantes deste mercado que ora começa a florescer no Brasil.

50. Passo a abordar o argumento segundo o qual, no caso concreto, os cotistas dos FDICs-NP estariam correndo o risco de crédito do cedente caso os créditos não existam. Conforme explicado acima, se o contrato de crédito não existe ou a documentação revele-se falha, o cedente recompra o crédito do FDIC-NP. Para a Diretora Luciana Dias, o cotista estaria correndo, no caso de não existência do crédito ou documentação falha, o risco do banco cedente. Não me parece que o risco de devolver 3% do valor de face de um crédito inexistente ou com documentação falha seja um risco palpável para o cotista. Por outro lado, se o cedente sofrer intervenção ou for liquidado, a carteira de contratos é de propriedade do FDIC-NP, não fazendo parte dos ativos do banco.

51. Noto que os administradores e gestores Requerentes são partes não relacionadas aos cedentes, diferentemente dos casos mencionados acima de possível fraude. Este é um ponto crucial e que inclusive explica o indeferimento pela SIN do pedido da BRL de dispensa do §2º do art. 39 da Instrução CVM nº 358/2001. A BRL gostaria que o fundo por ela administrado pudesse comprar créditos inadimplidos do Banco Santander, seu custodiante. Não é à-toa que a SIN indeferiu este pedido. Aqui sim haveria um conflito irreconciliável já que o originador do crédito e cedente seria o próprio custodiante do fundo. Poder-se-ia imaginar que um originador e cedente de má-fé pudesse "fabricar créditos podres" dos quais a custódia seria sua. Na medida em que o administrador do fundo pedisse a documentação e esta não existisse, o cedente "de má-fé fabricante de créditos inadimplidos" iria recomprando os créditos inexistentes. Seria uma forma fraudulenta de se financiar. A SIN resolveu este ponto não deferindo a dispensa do cumprimento do §2º do art. 39 da Instrução CVM nº 358/2001.

52. Os fundos administrados pela BRL e pela Gradual têm como custodiantes o Banco Santander e o Banco Paulista, respectivamente. No entendimento da SIN, estes podem contratar os cedentes para fazer a guarda dos documentos dos contratos de créditos cedidos aos fundos, desde que todas as demais obrigações dos custodiantes sejam preservadas. É importante destacar que no pedido da BRL, o Requerente não prevê o uso da dispensa de que trata o art. 38, § 3º da Instrução CVM nº 356/2001 de forma que o lastro dos direitos creditórios será verificado por amostragem pelo custodiante, nos termos do art. 38, §1º.[11]. Portanto, embora os fundos sejam compostos de créditos de pequeno valor de face, a proposta deste Requerente é que o custodiante continue checando por amostragem o lastro dos fundos.

53. Observe-se que se estes créditos inadimplidos fossem predominantemente fictícios, imediatamente os gestores, que não são relacionados aos cedentes, identificariam a fraude. Afinal, a cobrança dos créditos começa no dia seguinte e o não atendimento massivo de pedidos realizados pelo gestor do FDIC da documentação de suporte em seguida a questionamentos dos supostos devedores dispararia o alerta. Um fraudador de "créditos podres" seria rapidamente identificado. Não me parece lógico que um participante de má fé escolha esta forma de fraude que será rapidamente detectada.

54. Conforme mencionado acima, as possíveis fraudes que levaram a CVM a mudar a regulação ocorreram em FDICs de recebíveis de transações mercantis e não em FDICs-NP. E isto por um motivo simples: é difícil imaginar que centenas de milhares de contratos de crédito cedidos por 3% do valor de face, valor residual em relação ao valor de face, com seus devedores já negativados na SERASA não existam em sua grande maioria.

55. Quanto ao argumento segundo o qual o cedente, por estar com a documentação destes créditos, poderia ceder os créditos mais de uma vez, acredito que esta possibilidade é baixíssima, diria mesmo que nula, quando o gestor e administradores não são partes relacionadas e quando o crédito é inadimplente. Quando o crédito é cedido, há baixa do registro dos devedores na SERASA/SPC pelo cedente. Um novo apontamento é feito pelo cessionário (o FDIC-NP), usando a base de dados do cedente. O devedor, já conhecedor de sua negativação pelo cedente, é notificado pelo cessionário (novo titular do crédito) nos termos do art. 290 do Código Civil[12].

56. Caso o banco transfira outra vez os mesmos contratos, o novo cessionário não conseguirá fazer o apontamento do mesmo CPF ou CNPJ na SERASA e no SPC, pois o cessionário original (o FDIC-NP) não teria feito a baixa para permitir novo apontamento. Em outras palavras, é mais fácil falsificar uma duplicata de uma venda mercantil, substituir um crédito atrasado numa carteira supostamente de qualidade do que fabricar créditos inadimplidos com apontamento na SERASA e no SPC. É claro que nenhum sistema é totalmente imune a fraudes, mas me parece, que no caso concreto, há garantias mais do que suficientes para que se admita a dispensa.

57. Note-se que os FDICs-NP aqui considerados têm o direito de exigir a recompra dos créditos inexistente ou sem documentação e não apenas à substituição do crédito na carteira do fundo. Perceba-se a diferença para o FDIC de recebíveis de créditos em curso normal nos quais pode ocorrer a substituição de um crédito que se torna inadimplente por outro adimplente. Nas fraudes envolvendo FDIC mercantis, os créditos não existiam e estavam lastreados em documentação de operações mercantis forjadas. Nestes casos não existia a recompra, mas a substituição do crédito inexistente por outro também inexistente, todos transferidos com pequeno deságio em relação ao valor de face. É uma situação muito diferente dos créditos inadimplidos aqui considerados.

58. Falta ainda endereçar uma última consideração da Diretora Luciana Dias, a saber, o seu entendimento segundo o qual a "exigência de guarda física dos documentos não tem por objetivo viabilizar a cobrança dos créditos cedidos aos FIDC, mas sim garantir a verdadeira cessão do crédito e, conseqüentemente, a sua propriedade pelo fundo. Portanto, é pouco relevante para o bem jurídico protegido pelo comando ora discutido se a cobrança dos créditos cedidos pode ser feita sem a documentação pertinente ao crédito". (ênfase adicionada)

59. Já enderecei acima a questão da “*verdadeira cessão do crédito*”. Não posso concordar com a tese de que é irrelevante o fato da cobrança extra judicial prescindir da documentação pertinente ao crédito. É irracional e economicamente um desperdício de recursos dos cotistas (e da sociedade como um todo) exigir que os contratos sejam transferidos para o custodiante do fundo, mesmo que eles não sejam necessários na negociação com o devedor inadimplente. É um custo desnecessário! Não posso entender razão para a CVM exigir que o cotista de um fundo incorra em um custo desnecessário, reduzindo o seu retorno se não há nenhum ganho de segurança para a indústria de recuperação de créditos inadimplidos e provisionados pelos bancos!

V. Conclusão

60. Cabem aqui as seguintes questões:

- a) o indeferimento do pedido dos Administradores é o meio adequado e necessário para se atingir a proteção dos cotistas dos fundos? Esta é a maneira menos gravosa para se atingir os mesmos objetivos?
- b) as vantagens do indeferimento superam as desvantagens?

61. Em outras palavras, o deferimento do pedido dos Requerentes observa o interesse público, a adequada informação e a proteção do investidor tal como disposto no art. 9º da Instrução CVM nº 444/2006?

62. Por toda a análise acima, a saber:

- a. A qualificação dos investidores dos fundos envolvidos, FDICs-NP, todos investidores que investiram no mínimo R\$ 1 milhão nos fundos devidamente informados do risco do lastro dos fundos (créditos inadimplidos);
- b. A natureza do lastro dos fundos: créditos inadimplidos, massificados, de baixo ticket, e cedidos ao fundo por baixo percentual do valor de face (entre 0,5% e 8% do valor de face);
- c. Cobrança preponderantemente de forma extra-judicial a qual dispensa a apresentação do contrato de crédito original, tornando inócua e economicamente irracional a transferência de milhões de contratos dos fundos envolvidos para o custodiante dos fundos, gerando custo sem nenhum ganho para os cotistas;
- d. A existência de multa pela não apresentação do contrato tempestivamente, caso seja exigida pelo gestor do fundo (em caso de contestação pelo devedor) e a recompra do crédito cedido pelo cedente em caso de inexistência ou falhas na documentação são remédios mais do que razoáveis para a proteção do cotista;
- e. A crescente relevância da indústria da recuperação de crédito inadimplidos para a economia brasileira;
- f. Os ganhos de eficiência para a economia brasileira da cessão de créditos inadimplidos para agentes especializados em sua recuperação; e
- g. O fato de que, seguindo a recomendação da SIN, não será concedida dispensa do art. 39, § 2º, impedindo assim o custodiante dos fundos de ceder créditos por ele originado para os fundos;

entendo que a dispensa do cumprimento do art. 38, § 7º, II, observa o interesse público e garante a adequada proteção ao cotista tal como preconizado pelo art. 9º da Instrução CVM nº 444/2006.

63. No meu entender, a CVM ao se deparar com casos de fraudes envolvendo FDICs, atuou para eliminar potenciais conflitos de interesse. A nova regulação não admitiu exceções. E acho que ela foi positiva neste sentido, uma vez que fundos mais complexos tais como os FDICs-NP podem sempre apelar à CVM por um pedido de dispensa desde que observados determinados critérios. Acho que estamos em um caso particular e bem circunstanciado.

64. Por todo o exposto acompanho o entendimento da SIN, nos termos do Memo/CVM/SIN/GIE/Nº 215/2013, votando pelo deferimento do pedido de dispensa do cumprimento do art. 38, §7º, II, da Instrução CVM nº 356/2001.[13].

65. Esta dispensa não deve ser aplicada a fundos com créditos pulverizados em seu curso normal de recebimento.

Rio de Janeiro, 15 de julho de 2014

Ana Dolores Moura Carneiro de Novaes

Diretora

[1] Art. 38. O custodiante é responsável pelas seguintes atividades:

(...)

II – receber e verificar a documentação que evidencia o lastro dos direitos creditórios representados por operações financeiras, comerciais e de serviços;

III – durante o funcionamento do fundo, em periodicidade trimestral, verificar a documentação que evidencia o lastro dos direitos creditórios representados por operações financeiras, comerciais e de serviços;

(...)

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; ou

IV – gestor.

[2] Art. 39 A instituição administradora pode, sem prejuízo de sua responsabilidade e do diretor ou sócio-gerente designado, mediante deliberação da assembleia geral de condôminos ou desde que previsto no regulamento do fundo, contratar serviços de:

§ 2º. É vedado ao administrador, gestor, custodiante e consultor especializado ou partes a eles relacionadas, tal como definidas pelas regras contábeis que tratam desse assunto, ceder ou originar, direta ou indiretamente, direitos creditórios aos fundos nos quais atuem.

[3] 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;

[4] Ver reportagem de Carolina Mandl “Investidores Levam Calote de R\$ 800 milhões em Fundo” publicada em 06/08/2010 pelo Jornal Valor Econômico. Disponível em 20/06/2014 em <http://www.fraudes.org/clipread.asp?CdClip=17740>

[5] Art. 9º. A CVM poderá, a seu critério e sempre observados o interesse público, a adequada informação e a proteção ao investidor, autorizar procedimentos específicos e dispensar o cumprimento de dispositivos da Instrução CVM nº 356/01, para os fundos registrados na forma desta Instrução.

[6] A Gradual mencionou em seu pedido de dispensa o Processo RJ 2012/1961 apreciado pelo Colegiado em 10/10/2012. A Diretora Luciana Dias entendeu que este precedente não poderia ser admitido já que apreciado antes da Instrução CVM nº 531/2013 e por se tratar de caso diferente do ora analisado.

[7] Em nota de rodapé, a Diretora Luciana Dias informa que em 31/03/2014, o FDIC Itapeva administrado pela Gradual e os FDICs Ipanema administrados pela BRL correspondiam a 3,57% do número total de FDICs-NP e 1,7% do patrimônio líquido desconsiderando o FDIC-NP do sistema Petrobrás. Além disso, a Diretora pontua que apenas nove fundos pediram dispensa de algum requisito da Instrução CVM nº 531/2013, incluindo os fundos aqui representados.

[8] De acordo com a RCB, as empresas de cobrança empregam atualmente cerca de 7 mil pessoas.

[9] As informações deste item foram colhidas em entrevistas com a Quorum, RCP e Banco do Brasil DTVM (ver também fls. 94-119).

[10] No momento em que esta Manifestação de Voto era redigida, estava em audiência pública a proposta de mudança dos critérios para o investidor qualificado e a criação da categoria investidor profissional com base no valor do estoque de riqueza financeira em lugar do ticket mínimo de R\$ 1 milhão.

[11] Art. 38. O custodiante é responsável pelas seguintes atividades:

(...)

§ 1º Em fundos em que haja significativa quantidade de créditos cedidos e expressiva diversificação de devedores, o custodiante poderá realizar a verificação do lastro dos direitos creditórios referida nos incisos II e III por amostragem, desde que tal faculdade esteja prevista no regulamento do fundo, observado o disposto no § 13.

§2º Na hipótese a que se refere o §1º, os parâmetros de quantidade dos créditos cedidos e de diversificação de devedores que ensejarão a verificação do lastro por amostragem devem estar explicitados no regulamento e no prospecto do fundo.

§3º Nos casos descritos no §1º, se o reduzido valor médio dos direitos creditórios não justificar a realização de verificação por amostragem ali referida, o regulamento do fundo poderá eximir o custodiante de tal responsabilidade.

[12] Art. 290 A cessão do crédito não tem eficácia em relação ao devedor, senão quando a este notificada, mas por notificado se tem o devedor que, em escrito público ou particular, se declarou ciente da cessão feita.

[13] A SIN deferiu o pedido desde que atendida cumulativamente as seguintes exigências:

- (i) Prévia aprovação pela unanimidade dos cotistas, reunidos em assembleia geral; e compromisso do administrador em adotar procedimentos que assegurem, na hipótese de ocorrer transferência de cotas, que o adquirente será previamente cientificado sobre a dispensa do cumprimento do art. 38, §7º, II, da ICVM 356.
- (ii) Todos os contratos de cessão de direitos creditórios devem possuir cláusulas que preveem a recompra pelo cedente, no mínimo pelo valor de aquisição pago pelo fundo, corrigidos, quando for o caso, na hipótese de o cedente não conseguir apresentar os documentos que comprovem a existência do crédito, ou erros na documentação que inviabilizem a cobrança do crédito cedido;
- (iii) Os regulamentos desses fundos não podem prever a dispensa de que trata o art. 38, §3º, da ICVM 356/01, de forma que o lastro dos direitos creditórios seja verificado pelo custodiante, nos termos do art. 38, §1º, da mesma Instrução, segundo proposto pela própria BRL Trust.
- (iv) Os Informes Trimestrais dos FIDC, estabelecido no art. 8º, §3º da ICVM 356, que trata da análise e da divulgação de informações sobre a qualidade da carteira, bem como os eventos extraordinários ocorridos no trimestre, deve divulgar a exposição dos FIDC a cada um dos cedentes, similar ao que hoje ocorre no Informe Mensal desses fundos no que se refere a direitos creditórios adquiridos sem aquisição substancial de riscos e benefícios, divulgando ainda, o montante de créditos recomprados conforme o estabelecido no item (ii) acima.

Concordo com tais exigências.