

Para: SGE
De: GIE/SIN

MEMO/CVM/SIN/GIE/Nº 298/2014
Data: 05/11/2014

Assunto: Pedido de Dispensa de Requisito Normativo – Processo CVM nº RJ-2014-8513, Processo CVM nº RJ-2014-8678, Processo CVM nº RJ-2014-8677.

Analista da GIE responsável pelo processo: Danilo Vieira Feitosa

Senhor Superintendente,

Trata-se de pedidos de dispensa de requisitos da Instrução CVM nº 356/01 (ICVM 356), com alterações introduzidas pela Instrução CVM nº 531/13 (ICVM 531), apresentados por dois administradores – Planner Corretora de Valores S/A (“Planner”) e Banco Petra S/A (“Banco Petra”) – para alguns FIDC-NP sob suas respectivas administrações, tendo em vista o prazo de 1º de fevereiro de 2014 para a adaptação dos FIDC e FIDC-NP ao disposto na ICVM 531.

O ponto comum entre os três pedidos é a obtenção de dispensa ao cumprimento do disposto no art. 38, §7º, II, da ICVM 356, de forma a permitir que os cedentes efetuem a guarda da documentação dos direitos creditórios.

Adicionalmente, a Planner solicita dispensa ao cumprimento do disposto no art. 39, §2º, da ICVM 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. Além disso, solicita a dispensa do cumprimento do art.38, §13, da ICVM 356, de modo a eximir o custodiante da verificação trimestral do lastro dos direitos creditórios, nos termos do §3º do art. 38 da mesma instrução.

Abaixo seguem os itens da ICVM 356, alterado pela Instrução CVM nº 531/01 (ICVM 531), objeto do pedido de dispensa:

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

(...)

V – fazer a custódia e a guarda da documentação relativa aos direitos creditórios e demais ativos integrantes da carteira do fundo;

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

(...)

§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.

(...)

§ 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.

(...)

§ 13. A verificação de que trata o inciso III do caput deve contemplar:

I – os direitos creditórios integrantes da carteira do fundo; e

II – os créditos inadimplidos e os substituídos no referido trimestre, para a qual não se aplica o disposto nos §§ 1º e 3º do art. 38.

(...)

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.

Relação dos fundos para os quais foram solicitadas as dispensas:

FUNDO	ADMINISTRADOR	CUSTODIANTE	NÚMERO DE COTISTAS
ATLÂNTICO FIDC NP	PLANNER	BANCO SANTANDER (BRASIL) S.A.	1
OESTE FIDC NP	PLANNER	BANCO SANTANDER (BRASIL) S.A.	1
LIVORNO FIDC NP	BANCO PETRA	BANCO PETRA	1

Para facilitar o entendimento das dispensas solicitadas, bem como das conclusões da GIE, foi elaborada a seguinte tabela:

FUNDO	DISPENSAS SOLICITADAS	PRECEDENTES DO COLEGIADO	CONCLUSÕES DA GIE
ATLÂNTICO FIDC NP	Art. 38, Inciso II do §7º e Inciso II do §13, e Art.39, §2º, todos dispositivos da ICVM 356/01.	Processos CVM RJ-2013-4911, nº RJ-2013-11017 e nº RJ-2012-1961.	Conceder a dispensa do cumprimento do Inciso II do §7º do art. 38 da ICVM 356/01.
OESTE FIDC NP			
LIVORNO FIDC NP	Art. 38, Inciso II do §7º da ICVM 356/01.		

1) *OESTE FUNDO DE INVESTIMENTO EM DIREITOS CREDITÓRIOS NÃO-PADRONIZADOS (PROCESSO Nº RJ-2014-8677) E ATLÂNTICO FUNDO DE INVESTIMENTO EM DIREITOS CREDITÓRIOS NÃO-PADRONIZADOS (PROCESSO Nº RJ-2014-8678)*

O OESTE FUNDO DE INVESTIMENTO EM DIREITOS CREDITÓRIOS NÃO-PADRONIZADOS ("OESTE FIDC NP") possui as seguintes peculiaridades:

- a) É restrito a investidores de montante igual ou superior a R\$ 1.000.000,00 (um milhão de reais), usualmente referidos como investidores superqualificados;
- b) É restrito a investidores não-residentes no Brasil;
- c) Seus investidores devem pertencer ao Grupo Credigy;
- d) Possui cotista único;
- e) Seu investidor, Havertane Acquisitions, LTD., explora profissionalmente a aquisição de direitos creditórios inadimplidos e detém patrimônio significativo;
- f) Está obrigado a adquirir direitos creditórios selecionados pela consultora imobiliária integrante do Grupo Credigy;
- g) Os direitos creditórios devem ser previamente aprovados em Assembleia Geral;
- h) Não permite a negociação de suas cotas em bolsa de valores ou mercado de balcão organizado;
- i) Não permite o investimento em cada direito creditório de valor igual ou superior a 1% (um por cento) do valor nominal total dos direitos creditórios de uma carteira; e
- j) Possui, nesta data, carteiras de investimentos correspondente ao saldo contábil de R\$ 20.538.082,05, sendo o valor médio individual dos créditos que compõem referidas carteiras, todos vencidos e inadimplidos desde a sua aquisição pelo Fundo, de R\$ 66,45, totalizando aproximadamente 309.060 créditos;

O ATLÂNTICO FUNDO DE INVESTIMENTO EM DIREITOS CREDITÓRIOS NÃO-PADRONIZADOS ("ATLÂNTICO FIDC NP") possui as seguintes peculiaridades:

- a) É restrito a investidores de montante igual ou superior a R\$ 1.000.000,00 (um milhão de reais), usualmente referidos como investidores superqualificados;
- b) É restrito a investidores não-residentes no Brasil;
- c) Seus investidores devem pertencer ao Grupo Credigy;
- d) Possui cotista único;
- e) Seu investidor, Credigy Americas, LTD., explora profissionalmente a aquisição de direitos creditórios inadimplidos e detém patrimônio significativo;
- f) Está obrigado a adquirir direitos creditórios selecionados pela consultora imobiliária integrante do Grupo Credigy;
- g) Os direitos creditórios devem ser previamente aprovados em Assembleia Geral;

- h) Não permite a negociação de suas cotas em bolsa de valores ou mercado de balcão organizado;
- i) Não permite o investimento em cada direito creditório de valor igual ou superior a 1% (um por cento) do valor nominal total dos direitos creditórios de uma carteira; e
- j) Possui, nesta data, carteiras de investimentos correspondente ao saldo contábil de R\$ 71.636.061,36, sendo o valor médio individual dos créditos que compõem referidas carteiras, todos vencidos e inadimplidos desde a sua aquisição pelo Fundo, de R\$ 5,77, totalizando aproximadamente 12.401.518 créditos;

1.1) *Pedido de Dispensa*

A Planner requer (a) a dispensa da obrigação de verificação do lastro dos direitos creditórios; (b) a autorização para que os cedentes efetuem a guarda da documentação comprobatória dos direitos creditórios; e (c) permissão para a cessão de créditos aos fundos pelo Custodiante.

1.2) *Considerações da Administradora*

De acordo com o entendimento da Planner, as seguintes características dos Fundos justificam a dispensa do cumprimento da seguinte forma:

- a) A existência de cotista único e não residente no território nacional limita a disseminação de riscos a investidores no mercado de valores mobiliários brasileiro;
- b) A exploração profissional da atividade de investimento em direitos creditórios inadimplidos confere ao cotista a sofisticação financeira e o acervo informacional necessários para a avaliação de riscos, e proximidade aos cedentes para a defesa de seus interesses;
- c) A dimensão patrimonial confere ao cotista capacidade de absorver impactos financeiros resultantes de eventual divergência entre o desempenho projetado para a carteira e o efetivamente verificado e, ainda, de se cercar de prestadores de serviços capazes de lhe municiar com informações necessárias e suficientes para sua decisão de investimento;
- d) A obrigatoriedade de que os direitos creditórios sejam previamente aprovados por entidade integrante do Grupo Credigy, e aprovados em Assembleia Geral, impede que conflitos de interesses façam com que os prestadores de serviços fiduciários tomem decisões de investimento desalinhadas com o interesse do provedor do capital;
- e) A impossibilidade de negociação das cotas no mercado organizado impede que os riscos do investimento em direitos creditórios assumidos pelos Fundos sejam transferidos a terceiros nos mercados nos quais a poupança pública detém fácil acesso;
- f) O universo gigantesco de créditos que compõem a carteira dos Fundos e o reduzido valor desses direitos creditórios tornam estatisticamente improvável que a inadimplência individual de qualquer desses títulos impacte o patrimônio dos Fundos e promova a dispersão necessária para que o risco específico dos direitos creditórios seja eliminado.

1.2.1) *Dispensa da obrigação de verificação do lastro dos direitos creditórios*

O Artigo 20, Parágrafo 1º do Regulamento, estabelece que o Custodiante está "eximido da obrigação de verificação por amostragem de que trata o Artigo 38 da Instrução CVM 356".

A isenção foi inserida de conformidade com o §3º do Artigo 38, que permite aos fundos em direitos creditórios eximir o custodiante de tal responsabilidade quando seu valor médio for demasiadamente reduzido.

Ocorre que o novo §13º do Artigo 38 da Instrução CVM n.º 356 proíbe a dispensa da obrigação de verificação trimestral do lastro dos direitos creditórios e da documentação relativa aos direitos creditórios no momento de sua aquisição com respeito aos "créditos inadimplidos e os substituídos no referido trimestre".

Como os Fundos são veículos de investimento em direitos creditórios não padronizados constituídos para, exatamente, investir em créditos inadimplidos, o dispositivo introduzido pela Instrução CVM nº 356 os expõe ao risco de descumprimento à norma.

A Planner entende que o dispositivo não lhe seria aplicável, ou a veículos de investimento não padronizados com características semelhantes. Afinal, conforme o Relatório de Audiência Pública SDM 05/12, o dispositivo foi reconhecidamente inserido na norma para permitir o monitoramento e a 'identificação de eventuais problemas' sobre os direitos creditórios de maneira tempestiva, permitindo que desvios ocorridos, mas não revelados, sejam transparentemente consignados em documento escrito.

Mas no caso dos Fundos, tal circunstância já é de conhecimento de seus cotistas, visto que somente podem investir em créditos inadimplidos, bem como porque esses foram selecionados pela consultora especializada de seu grupo, e aprovados em Assembleia Geral. Vale ressaltar, inclusive, que o capítulo de "Fatores de Risco" do Regulamento destaca o risco relacionado à ausência de verificação dos lastros dos direitos creditórios (Artigo 19, (o), do Regulamento), pelo que o cotista também tem ciência da impossibilidade de análise do lastro dos direitos creditórios pelo custodiante e dos riscos daí decorrentes.

Finalmente, tendo em vista que os Fundos foram constituídos para investir em direitos creditórios inadimplidos, a negativa em dispensá-lo do cumprimento da obrigação os obrigaria a efetuar a verificação sobre a totalidade da carteira de investimentos, o que não parece ter sido o objetivo normativo visado por essa D. Comissão. O custo decorrente da verificação de quantidade extraordinária de créditos e documentos comprobatórios,

no momento da cessão e a cada trimestre, impactaria severamente seu objetivo de investimento, não estando descartada sua inviabilização.

Pelo exposto, a Planner requer a essa D. CVM que autorize a manutenção dos Fundos com sua regra atual, pela qual o Custodiante fica dispensado da obrigação de verificação do lastro dos direitos creditórios, conforme previsão contida no art. 38, §3º da Instrução CVM n.º 356.

1.2.2) Autorização para que os cedentes efetuem a guarda da documentação comprobatória dos direitos creditórios

A Instrução CVM n.º 531 incluiu o §6º e o § 7º ao Artigo 38 da Instrução CVM n.º 356 vedando a guarda da documentação relativa aos direitos creditórios pelo cedente dos créditos. Nos termos da Audiência Pública citada, o objetivo da alteração normativa foi evitar que os conflitos de interesses levassem parte interessada na cessão dos direitos a fazê-lo sem lastro ou mesmo em duplicidade.

Ocorre que os Fundos investem em créditos inadimplidos em quantidade numerosa e de baixo valor individual para os quais a existência de lastro é, algumas vezes, deficiente. Os cotistas têm conhecimento da circunstância, avalia-a no momento da aquisição dos direitos creditório no processo de seleção e aprovação e, igualmente, detém a sofisticação necessária para administrar os riscos correspondentes.

Isto é, os Fundos incluem a eventual inexistência de lastro na definição do preço e da taxa de retorno almejada e utiliza seu relacionamento reiterado com os cedentes para evitar incentivos negativos oriundos do conflito de interesses. De fato, a manutenção dos documentos em poder do banco cedente constitui parte do modelo de negócios dos Fundos, para quem os custos associados à guarda, depósito e administração de documentação relativa aos direitos creditórios não se alinham com seu objetivo de investimento.

Pelos motivos expostos, a Planner requer a essa D. CVM que os Fundos sejam dispensados do cumprimento do §7º do Artigo 38 da Instrução CVM n.º 356, para que os respectivos cedentes permaneçam com a guarda dos documentos comprobatórios dos créditos já cedidos, bem como aqueles a serem futuramente cedidos ao Fundo.

1.2.3) Permissão para a cessão de créditos ao Fundo pelo Custodiante

A Instrução CVM n.º 531 incluiu novo §2º ao Artigo 39 da Instrução CVM n.º 356 vedando que os administradores, gestores, consultores especializados e custodiantes, ou partes a eles relacionadas, cedam ou originem, direta ou indiretamente, créditos para os fundos de investimento em direitos creditórios em que atuem. O objetivo, nos dizeres dessa D. CVM no Relatório de Audiência Pública 005/12, consistiu em:

"Primeiramente, cabe dizer que a vedação imposta pelo §2º do art. 39 buscou também inibir a ocorrência de um dos principais conflitos existentes na estruturação dos produtos de securitização – originar para distribuir – em que os créditos são concedidos sem a devida diligência tendo em vista a sua subsequente cessão para terceiros. Dessa forma, de modo a deixar mais claro que a vedação atinge também a originação dos direitos creditórios, a redação do art. 39, §2º foi alterada.

(...)

Problemas ocorridos devido a conflitos de interesse entre os participantes das estruturas do fundo, sobretudo em estruturas verticalizadas, afetam não apenas seus cotistas, mas também a imagem das instituições envolvidas e a credibilidade dos FIDC como um todo. (grifos acrescidos)

De conformidade com o exposto no item anterior, os Fundos e seus cotistas são investidores profissionais em ativos financeiros de elevado risco – inadimplidos – e suas estruturas são dotadas dos aparatos necessários para a avaliação e tratamento dos riscos associados ao seu objetivo de investimento.

Especificamente, os Fundos têm larga experiência e a empregam na administração das situações de conflito de interesses que possam colocar seus objetivos em risco, por meio de processo de seleção e análise criteriosa dos direitos creditórios investidos, incluindo ***due diligence*** conduzida por empresa selecionada por seus cotistas, integrantes de seu grupo econômico, bem como, ainda, pela aprovação prévia das aquisições em Assembleia Geral. Os riscos associados a eventual negligência na originação dos direitos creditórios, como aqueles inerentes ao processo de 'originar para distribuir', não existem no caso dos Fundos, porque são avaliados, aprovados pelos cotistas e descontados no preço oferecido em contrapartida.

Os Fundos requerem a dispensa da obrigatoriedade de cumprimento do requisito porque voluntariamente adquire, com habitualidade, direitos creditórios originados de partes relacionadas a seu custodiante, em processo de barganha entre partes independentes e sofisticadas, que pelos motivos acima expostos, não imputam aos mesmos os riscos que o dispositivo da Instrução CVM n.º 356/02 declaradamente visa evitar. Caso essa D. CVM não os dispense da obrigação, os Fundos serão impactados, de maneira relevante, por meio da redução do número de participantes disponíveis do mercado de direitos creditórios, em desvantagem competitiva, sem contrapartida benéfica, seja ao sistema, seja aos cotistas.

Dessa forma, a Planner requer a essa D. CVM que os Fundos sejam dispensados do cumprimento do §2º do artigo 39 da Instrução CVM n.º 356, para que (i) o Banco Santander (Brasil) S.A. possa seguir atuando como custodiante do Fundo, (ii) o Fundo possa manter na carteira os créditos cedidos pelo Banco Santander (Brasil) S.A., e (iii) que o Banco Santander (Brasil) S.A. possa eventualmente ceder novos direitos creditórios ao Fundo.

1.3) Considerações da GIE

Uma das dispensas solicitadas pela Administradora refere-se à aplicação do artigo 38, §§6º e 7º, da Instrução n.º 356/01, alterados e incluídos, conforme o caso, pela Instrução n.º 531/13, de forma que os Fundos sejam dispensados da regra de que é vedada a guarda de documentos comprobatórios pelos cedentes dos direitos creditórios.

A dispensa ora pretendida guarda semelhanças com as dispensas já concedidas pelo Colegiado, em reunião de 15/7/2014, para dois FIDCs administrados pela BRL Trust e um FIDC administrado pela Gradual, no âmbito do processo CVM RJ-2013-4911, no qual o voto vencedor da Diretora Ana Novaes acompanhou a decisão da área técnica, incluindo os condicionantes mencionados neste memorando.

Em seu voto, a Diretora citou inicialmente que *"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"*.

Em contraponto, destacou a Diretora o voto da Ex-presidente Maria Helena no processo CVM RJ-2011-12448:

"...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.

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 vislumbresse prejuízo ao interesse público, ao mercado e aos investidores."

O art. 9º da Instrução CVM nº 444/06 dispõe sobre:

"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".

O voto da Diretora Ana pontua ainda as seguintes características desse tipo de FIDC-NP objeto daquela dispensa e como eles se diferenciam dos tradicionais FIDC:

- a. A carteira de crédito destes fundos é espalhada por centenas de milhares de contratos pulverizados e de baixo ticket. Alguns desses fundos têm milhões de contratos em suas carteiras.
- b. 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.
- c. 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.
- d. O grande deságio indica que a própria precificação do produto incorpora falhas na documentação dos contratos cedidos.
- e. 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.
- f. Assim que o crédito é comprado pelo FIDC-NP, o apontamento do devedor na SERASA e no SPC é baixado pelo banco cedente e um novo apontamento é realizado pelo FIDC.
- g. Os contratos de cessão dos créditos entre o banco cedente e o FIDC-NP preveem que o banco tem prazo definido para apresentar a documentação de um determinado contrato a pedido do gestor do FIDC. 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.
- h. Os documentos comprobatórios são importantes quando o devedor questiona a dívida. Na experiência de um dos participantes as reclamações giram em torno de 0,2% a 0,3% dos devedores de uma carteira.
- 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).

A Diretora observa também que se estes créditos inadimplidos fossem predominantemente fictícios, imediatamente os gestores, independentes aos cedentes, identificariam a fraude, uma vez que a cobrança

dos créditos começa no dia seguinte e o não atendimento massivo de pedidos realizados pelo gestor da documentação de suporte em seguida a questionamentos dos supostos devedores dispararia um alerta de fraude. Assim, segundo o voto da Diretora referendado pelo Colegiado não pareceria lógico que um participante de má fé escolha esta forma de fraude que seria rapidamente detectada.

A Diretora discorreu ainda sobre a importância deste tipo de fundo para o mercado de securitização de créditos inadimplidos, concluindo que, *"do ponto de vista econômico, a recuperação de créditos inadimplidos via FIDC-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"*.

Finalmente, o Colegiado, por maioria de votos, decidiu acatar a dispensa do cumprimento do art. 38, § 7º, II, da Instrução CVM 356/01 para o caso concreto, e afirmou que foi observado o interesse público e garantida a adequada proteção ao cotista tal como preconizado pelo art. 9º da Instrução CVM 444/06, tendo em vista os seguintes elementos:

- a. Qualificação dos investidores de FIDCs-NP – investidores qualificados que invistam no mínimo R\$ 1 milhão no produto;
- b. Natureza do lastro dos fundos – créditos inadimplidos, massificados, de baixo ticket e cedidos ao fundo por baixo percentual do valor de face;
- c. Cobrança dos créditos preponderantemente de forma extra-judicial, que dispensa a apresentação do contrato de crédito original;
- d. Incidência de multa pela não apresentação do contrato tempestivamente, caso seja exigida pelo gestor do fundo (em caso de contestação pelo devedor);
- e. Recompra do crédito cedido pelo cedente em caso de inexistência ou falhas na documentação;
- f. Crescente relevância da indústria da recuperação de crédito inadimplidos para a economia brasileira;
- g. Ganhos de eficiência para a economia brasileira da cessão de créditos inadimplidos para agentes especializados em sua recuperação.

As operações dos Fundos, objetos das dispensas, são semelhantes ao caso analisado pelo Colegiado e descrito acima, conforme demonstrado no quadro comparativo abaixo:

Características	Fundos analisados pelo Colegiado	OESTE FIDC NP E ATLÂNTICO FIDC NP
Natureza do lastro dos fundos	Créditos inadimplidos, massificados, de baixo ticket e cedidos ao fundo por baixo percentual do valor de face.	
Cobrança dos créditos	Preponderantemente de forma extra-judicial.	
Caso de inexistência de documentação suporte	Recompra dos créditos pelos cedentes.	Não há recompra dos direitos creditórios pelos cedentes.
Responsabilidade do Custodiante em relação à guarda	Possibilidade de guarda no cedente, sob controle do Custodiante.	

A área técnica entende que o inciso II do §13 do art. 38 da ICVM nº 356/01 é aplicável para os créditos a vencer adquiridos, no âmbito dos FIDC padronizados, que, após sua cessão ao Fundo, fiquem inadimplidos no trimestre. Portanto, para os créditos já estejam inadimplidos, antes da aquisição por FIDC-NP, é possível, em regra, a aplicação do disposto nos §§1º e 3º do art. 38 da ICVM nº 356/01.

No entanto, considerando os precedentes do Colegiado e o pedido de dispensa, a área técnica entende que os Regulamentos dos Fundos do caso em tela não podem prever a dispensa de que trata o art. 38, §3º da ICVM 356/01, de forma que o lastro dos direitos creditórios deverá ser verificado pelo custodiante, por amostragem, nos termos do art. 38, §1º, da mesma instrução.

Ademais, para permitir que a guarda dos documentos comprobatórios seja feita pelos cedentes, é necessário que constem, nos contratos de cessão, cláusulas que preveem a recompra ou indenização 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, conforme as recentes decisões do Colegiado, no âmbito dos Processos CVM RJ-2013-4911 e CVM nº RJ-2013-11017.

Nesse contexto, considerando que (i) as cotas dos dois Fundos são destinadas a um único investidor, e (ii) não estão listadas para negociação em qualquer mercado autorizado, o caso em tela tem semelhanças à decisão do Colegiado, no âmbito do Processo CVM nº RJ-2012-1961, no qual foi concedida ao FIDC-NP ZEMA a permissão para a Eletrozema, consultora especializada e originadora dos direitos creditórios, guardar a documentação comprobatória dos créditos. Logo, com base no art. 9º da Instrução CVM nº 444/06, quanto à guarda dos documentos comprobatórios pelos cedentes, a área técnica entende que não há contrariedade ao interesse público no caso em tela, desde que os Fundos atendam aos requisitos constantes da decisão do Colegiado no âmbito do Processo CVM RJ-2013-4911.

Não obstante o nosso entendimento favorável em relação a um dos pleitos da Administradora (dispensa do art. 38, §7º, II, da ICVM 356), e seguindo a decisão do Colegiado mencionada acima, deixamos claro que todas as demais atribuições do custodiante restam mantidas, nos termos do art. 38, da ICVM 356, assim como a dispensa não configura em isenção de responsabilidade pelo custodiante. Nesse sentido, não somos favoráveis à dispensa do disposto no art. 38, inc. V, da ICVM 356, de forma a manter a responsabilidade do custodiante pela

guarda dos documentos comprobatórios.

Quanto à dispensa do cumprimento do §2º do art. 39 da ICVM nº 356/01, ela já foi negada pelo Colegiado, no âmbito do Processo CVM nº RJ-2013-4911. O Colegiado seguiu o entendimento da área técnica, consubstanciado no seguinte parecer, extraído do MEMO/CVM/SIN/GIE/Nº 215/2013:

"A dispensa requerida pela instituição administradora diz respeito ao dispositivo que, sem sombra de dúvidas, ou receio de errar, trata do "coração" das mudanças introduzidas pela ICVM 531, e vale frisar que tal assunto foi constantemente debatido em todo o processo de Audiência Pública. Ainda, a permanência de tal vedação, foi o principal motivo que possibilitou a exclusão da proposta do art. 39, §1º, da ICVM 356, onde se pretendia vedar que o administrador ou o gestor pudessem prestar serviços de custódia aos FIDC".

"É extremamente importante clarificar mais uma vez o entendimento sobre o tema".

"Entendemos, como bem mencionado no Relatório de Audiência Pública, que cabe dizer que os conflitos de interesses em um FIDC se dão quando um participante domina duas pontas dentro de uma estrutura: (i) a originação e cessão do crédito, para o que poderíamos fazer uma analogia com o lado da venda do ativo (sell-side); e (ii) quando este mesmo participante trabalha na aquisição desses créditos originados anteriormente (buy-side)".

"Comparando essas duas questões à forma como está estruturada a indústria de FIDC no Brasil, há alguns casos em que um mesmo agente atua em ambos os lados, na originação e na aquisição. Nesses casos específicos, esse papel é exercido pelo originador, consultor e o administrador/gestor do FIDC, ou seja, participantes importantes da estrutura do FIDC concedem o crédito e fazem a seleção para a posterior aquisição dos mesmos pelos fundos".

*"Observando o papel de alguns agentes, **pode-se dizer que o custodiante é o principal participante dentro da estrutura de um FIDC**, pois ele é o responsável pela verificação dos critérios de elegibilidade dos créditos que estão sendo adquiridos do cedente (aqui representado pelo administrador, gestor, originador, consultor ou partes a eles relacionadas)".*

"Nesse contexto, para mitigar uma estrutura conflituosa, a nosso ver, seria necessário aperfeiçoar os controles de apenas um dos lados, deixando o outro independente para exercer o seu papel, ou seja, permite-se que os agentes prestem serviços a apenas uma das pontas da estrutura: originação/cessão ou aquisição dos direitos de crédito. Tem-se, então, um controle mútuo exercido entre os agentes, um no momento da originação/cessão e outro no momento da aquisição dos créditos".

"A proposta colocada em Audiência Pública atacava os dois lados: o participante que administrava, geria ou prestava serviço de consultoria não poderia ceder ou originar créditos ao FIDC, ao mesmo tempo em que não exerceria o papel de custodiante".

"À época, assim como hoje, entendemos que ao aperfeiçoarmos apenas uma das pontas da estrutura do FIDC, conseguimos alcançar a independência no exercício das atividades dentro do fundo. Ao proibir que o administrador seja também a instituição custodiante, a proposta colocada em audiência pública, criava-se, em outras palavras, controles adicionais como uma medida de reafirmação de que a independência de papéis estaria preservada, dado que todos os prestadores de serviços ao fundo já estariam proibidos de realizar cessão de créditos ao FIDC, segundo a própria redação do art. 39, §2º".

"Considerando que a Minuta, como dito no Edital de Audiência Pública, buscava conciliar algumas exigências e delimitações entendidas como pertinentes com o necessário grau de flexibilidade na atuação dos participantes da indústria, provendo mecanismos de segurança, mas sem impor restrições que pudessem ser consideradas excessivas, a CVM decidiu excluir o art. 39, §1º, da proposta, contudo, manteve a vedação do art. 39, §2º (objeto do pedido de dispensa da BRL Trust), impossibilitando os prestadores de serviços cederem créditos, direta ou indiretamente, aos FIDC".

"Não há especificidade no pleito do administrador que enseje uma dispensa, pois certamente outros participantes teriam direito ao mesmo tratamento caso o Colegiado concordasse com a dispensa pretendida".

"O que seria um tradicional participante do mercado? Sob que métricas poderíamos classificar os custodiantes?"

"No processo de construção da minuta de Instrução levada à Audiência Pública, esse assunto foi pautando em discussões com o mercado, alguns participantes, e até repórteres da mídia especializada, nos indagaram se a vedação não seria mais eficiente se focasse em instituições financeiras de pequeno porte".

"Obviamente, em nosso entendimento, caso acolhêssemos tal pleito, estaríamos nada menos do que institucionalizando a prática do "Cherry Picking", o que não figuraria um tratamento imparcial".

"Não há dúvidas de que todos os custodiantes, de alguma forma, consideram-se especiais, tradicionais, pequenos ou grandes, segundo parâmetros próprios, portanto não parece razoável, sob o nosso ponto de vista, acatarmos o pleito da BRL Trust, correndo o risco de, ao atender um interesse particular, colocar em cheque toda uma indústria".

Diante do exposto, apesar das alegações da Planner de que (i) as cotas dos dois Fundos são destinadas a um único investidor, e (ii) não estão listadas para negociação em qualquer mercado autorizado, a área técnica recomenda pelo indeferimento do referido pedido de dispensa, de modo a impedir que o Custodiante possa ceder direitos creditórios aos Fundos.

2) LIVORNO FIDC NP (PROCESSO Nº RJ-2014-8513)

Livorno Fundo de Investimento em Direitos Creditórios Não-Padronizados ("Fundo") é um fundo constituído sob a forma de condomínio fechado, com prazo de duração indeterminado. O Fundo é administrado pelo Banco Petra S.A. ("Administradora"), este também presta os serviços de custódia. Além disso, os serviços de gestão do Fundo são prestados pela Apoema Capital Partners Gestão de Recursos.

2.1) Pedido de Dispensa

A Administradora requer que o Fundo seja dispensado do cumprimento do § 7º do artigo 38 da Instrução CVM nº 356, para que o Banco Santander (Brasil) S.A., cedente dos direitos creditórios, permaneça com a guarda dos documentos dos créditos detidos pelo Fundo, sem prejuízo das responsabilidades regulamentares do Custodiante.

2.2.) Considerações da Administradora

Considerando o volume dos direitos creditórios que são detidos pelo Fundo, e o baixo valor individual médio dos direitos creditórios a serem adquiridos pelo Fundo, torna-se excessivamente custosa e burocrática a implementação de um procedimento de transferência da guarda dos documentos comprobatórios destes créditos do respectivo cedente, Banco Santander (Brasil) S.A., para o Custodiante ou qualquer terceiro, motivo pelo qual é do interesse do Fundo que o Banco Santander (Brasil) S.A. permaneça com a guarda dos documentos comprobatórios dos créditos detidos pelo Fundo, sem prejuízo da responsabilidade regulamentar do Custodiante.

A Administradora cita como precedentes favoráveis a seu pleito outros dispensas ao cumprimento de determinados dispositivos da Instrução CVM nº 356 para FIDC-NP, no âmbito dos Processos Nº RJ-2007-10666, 12022, 12035, 12117, 12118, 12133, 12222, 12373 e 12850.

Tendo em vista os precedentes citados, a Administradora elenca as seguintes particularidades do caso em tela, que justificariam as dispensas ora pleiteadas: (i) o Fundo possui apenas 1 (um) cotista desde o início do funcionamento; (ii) o cotista possui elevado grau de sofisticação, sendo o efetivo estruturador e participante dos negócios envolvendo os direitos creditórios, o Banco Santander (Brasil) S.A. e o Fundo; (iii) o Fundo foi estruturado como investimento estratégico para o cotista, não havendo interesse na captação de recursos no mercado com o Fundo até o momento; (iv) o cotista aprovou as dispensas ora pleiteadas, conforme cópia da ata da Assembleia Geral Extraordinária realizada no dia 29 de janeiro de 2014; (v) a aprovação do presente pedido de dispensa pelo cotista, conforme item (iv) acima, não isenta o custodiante de duas responsabilidades, nem reduz de forma alguma os seus deveres; (vi) a contratação de uma empresa especializada terceirizada para a guarda do volume de documentos comprobatórios dos créditos representaria um custo desnecessário para o cotista, e possivelmente impeditivo da continuidade da operação do Fundo; (viii) as cotas do Fundo "não serão negociadas em bolsa de valores ou mercado de balcão organizado", conforme art. 47 do Regulamento; e o Banco Santander (Brasil) S.A., inclusive, é instituição financeira devidamente habilitada para prestar os serviços de custódia qualificada nos termos da Instrução CVM 89.

2.3) Considerações da GIE

A dispensa solicitada pela Administradora refere-se à aplicação dos §§6º e 7º, da Instrução nº 356/01, alterados e incluídos, conforme o caso, pela Instrução nº 531/13, de forma que o Fundo seja dispensado da regra de que é vedada a guarda de documentos comprobatórios pelos cedentes dos direitos creditórios.

A dispensa ora pretendida guarda semelhanças com as dispensas já concedidas pelo Colegiado, em reunião de 15/7/2014, para dois FIDCs administrados pela BRL Trust e um FIDC administrado pela Gradual, no âmbito do processo CVM RJ-2013-4911, no qual o voto vencedor da Diretora Ana Novaes, já transcrito neste memorando, acompanhou a decisão da área técnica, incluindo os condicionantes já mencionados.

As operações do Livorno FIDC NP, objeto da presente dispensa, são semelhantes ao caso analisado pelo Colegiado, no âmbito do Processo CVM RJ-2013-4911, e descrito acima, conforme demonstrado no quadro comparativo abaixo:

	Fundos analisados pelo Colegiado	LIVORNO FIDC NP
Características		
Natureza do lastro dos fundos	Créditos inadimplidos, massificados, de baixo ticket e cedidos ao fundo por baixo percentual do valor de face.	
Cobrança dos créditos	Preponderantemente de forma extrajudicial.	Cobrança extrajudicial e judicial.
Caso de inexistência de documentação suporte	Recompra dos créditos pelos cedentes.	Não há recompra dos créditos pelos cedentes.
Responsabilidade do Custodiante em relação à guarda	Possibilidade de guarda no cedente, sob controle do Custodiante.	

Para permitir que a guarda dos documentos comprobatórios seja feita pelos cedentes, é necessário que constem, nos contratos de cessão, cláusulas que preveem a recompra ou indenização 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, conforme as recentes decisões do Colegiado, no âmbito dos Processos CVM RJ-2013-4911 e CVM nº RJ-2013-11017.

Considerando que (i) as cotas do Fundo são destinadas a um único investidor, e (ii) não estão listadas para negociação em qualquer mercado autorizado, os casos em tela têm semelhanças também à decisão do Colegiado, no âmbito do Processo CVM nº RJ-2012-1961, no qual foi concedida ao FIDC-NP ZEMA a permissão para a Eletrozema, consultora especializada e originadora dos direitos creditórios, guardar a documentação comprobatória dos créditos. Logo, com base no art. 9º da Instrução CVM nº 444/06 e tendo em vista o que foi exposto, quanto à guarda dos documentos comprobatórios pelo cedente, a área técnica entende que não há contrariedade ao interesse público no caso em tela, desde que o Fundo atenda aos requisitos constantes da decisão do Colegiado no âmbito do Processo CVM RJ-2013-4911.

Não obstante o nosso entendimento favorável em relação ao pleito da Administradora (dispensa do

art. 38, §7º, II, da ICVM 356), e seguindo a decisão do Colegiado mencionada acima, deixamos claro que todas as demais atribuições do custodiante restam mantidas, nos termos do art. 38, da ICVM 356, assim como a dispensa não configura em isenção de responsabilidade pelos custodiantes. Nesse sentido, não somos favoráveis à dispensa do disposto no art. 38, inc. V, da ICVM 356, de forma a manter a responsabilidade do custodiante pela guarda dos documentos comprobatórios.

CONCLUSÕES

Considerando o que foi exposto e para facilitar o entendimento das dispensas solicitadas, bem como das conclusões da GIE, foi elaborada a seguinte tabela:

FUNDO	DISPENSAS SOLICITADAS	PRECEDENTES DO COLEGIADO	CONCLUSÕES DA GIE
ATLÂNTICO FIDC NP	Art. 38, Inciso II do §7º e Inciso II do §13, e Art.39, §2º, todos dispositivos da ICVM 356/01.	Processos CVM RJ-2013-4911, nº RJ-2013-11017 e nº RJ-2012-1961.	Conceder a dispensa do cumprimento do Inciso II do §7º do art. 38 da ICVM 356/01.
OESTE FIDC NP			
LIVORNO FIDC NP	Art. 38, Inciso II do §7º da ICVM 356/01.		

Nos termos da decisão do Colegiado desta CVM para os Processos CVM nº RJ-2012-1961, RJ-2013-4911 e nº RJ-2013-11017, recomendamos ao Colegiado a concessão de dispensa ao cumprimento do disposto no art. 38, §7º, II, da ICVM 356, com redação dada pela ICVM 531, de forma a permitir que os cedentes de todos os Fundos mencionados neste memorando efetuem a guarda dos documentos comprobatórios, desde que atendidas, cumulativamente, às seguintes exigências:

- (i) Prévia aprovação pela unanimidade dos cotistas, reunidos em assembleia geral, **independentemente de qualquer ciência por meio de termo de adesão**; 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 ou indenização 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 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.
- (iv) Os Informes Trimestrais do Fundo, estabelecidos no art. 8º, §3º da ICVM 356, que trata da análise e da divulgação de informações sobre a qualidade da carteira, bem como os eventos extraordinários ocorridos no trimestre, deve divulgar a exposição do FIDC a cada um do(s) cedente(s), similar ao que hoje ocorre no Informe Mensal de FIDC no que se refere a direitos creditórios adquiridos sem aquisição substancial de riscos e benefícios, divulgando ainda, o montante de créditos recomprados ou indenizados conforme o estabelecido no item (ii) acima.

Adicionalmente, entendemos que o administrador deverá avaliar a necessidade de divulgação de fato relevante, nos termos do art. 46, §§ 2º e 3º, da ICVM 356, toda vez em que a cláusula contratual de recompra for exercida, dado que tal informação poderá influenciar a decisão de investimento dos participantes do mercado.

No que se refere aos controles mantidos pelos custodiantes, alertamos que estes já devem possuir mecanismos que lhe deem efetivo controle sobre os recebíveis que compõem a carteira do Fundo, a fim de exercerem minimamente o seu papel, notadamente os serviços de cobrança e recebimento de recursos.

Nesse sentido, especialmente no contexto dos FIDCs objetos da dispensa, os custodiantes devem se atentar, por exemplo, para os controles sobre os dados cadastrais de cada sacado, informações relativas ao contrato de crédito original cedido por sacado, tais como a data de início e vencimento, taxa de juros originalmente pactuada para o contrato, bem como o desconto aplicado, valor de face do crédito adquirido, entre outros dados relevantes. Esse controle é de suma importância caso o(s) cedente(s) recompre(m) ou indenize(m) os créditos inicialmente adquiridos pelo FIDC-NP.

Ressaltamos que entendemos por **recompra/indenização** de créditos o pagamento integral pelos cedentes, em moeda corrente, pelos créditos recomprados/indenizados, no mínimo pelo valor de aquisição pago pelo Fundo, corrigido, se for o caso, o que não se confunde com a **substituição** de direitos creditórios, onde há uma troca de recebíveis.

Vale lembrar, que a permissão da contratação de prestadores de serviço para a guarda da documentação de que trata o art. 38, da ICVM 356, nos termos do §6º, do mesmo artigo, não isenta os custodiantes de sua responsabilidade primária em relação à matéria, permanecendo inalteradas as responsabilidades destes participantes, apesar da permissão concedida em relação a guarda dos créditos pelos cedentes.

Com referência ao pedido de dispensa do cumprimento do art. 39, §2º, solicitado pela Planner para o ATLÂNTICO FIDC NP E OESTE FIDC NP, recomendamos 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 ICVM 531. Destacamos, ainda, a falta de substância dos argumentos apresentados pela instituição administradora, conforme detalhadamente exposto no presente memorando.

Quanto ao pedido de dispensa do cumprimento do Inciso II do § 13 do artigo 38 da ICVM 356,

solicitado pela Planner para o ATLÂNTICO FIDC NP E OESTE FIDC NP, entendemos que o dispositivo é inaplicável para os créditos já inadimplidos quando da sua aquisição. No entanto, conforme já foi ressaltado, não é possível a dispensa da verificação do lastro dos direitos creditórios, prevista no §3º do art. 38 da mesma Instrução, tendo em vista a dispensa da guarda de documentação concedida.

Finalmente, colocamo-nos à disposição para relatar a matéria, caso o Colegiado entenda conveniente.

Atenciosamente,

DANILO VIEIRA FEITOSA
Gerente de Acompanhamento de Fundos Estruturados – Em Exercício

Ao SGE, de acordo com a manifestação e o encaminhamento proposto pela GIE.

FRANCISCO JOSÉ BASTOS SANTOS
Superintendente de Relações com Investidores Institucionais