

Para: SGE  
De: GIE/SIN

MEMO/CVM/SIN/GIE/Nº 316/2014  
Data: 25/11/2014

Assunto: Pedido de Dispensa de Requisito Normativo da Instrução nº 531/13 – Processo CVM nº RJ-2014-10761, Processo CVM nº RJ-2014-10762

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 – GRADUAL CCTVM S.A. (“GRADUAL”) e SOCOPA – Sociedade Corretora Paulista S.A. (“SOCOPA”) – para dois 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 dois 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 GRADUAL solicita dispensa do cumprimento do disposto no art. 3º, inciso III, da ICVM 356, de forma a permitir que não haja classificação de risco das cotas do Itapeva VI Multicarteira FIDC NP, por meio da aplicação da dispensa automática disposta no art. 23-A da mesma Instrução.

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

*Art. 3º Os fundos regulados por esta instrução terão as seguintes características:*

*(...)*

*III – cada classe ou série de cotas de sua emissão destinada à colocação pública deve ser classificada por agência classificadora de risco em funcionamento no País;*

*(...)*

*Art. 23-A. Será dispensada a classificação das classes ou séries de cotas por agência classificadora de risco em funcionamento no País nas ofertas públicas de distribuição de cotas em que:*

*I – as cotas, ou séries de cotas, emitidas pelo fundo sejam destinadas a um único cotista, ou grupo de cotistas vinculados por interesse único e indissociável;*

*II – o cotista, ou grupo de cotistas vinculados por interesse único e indissociável, subscreva termo de adesão declarando ter pleno conhecimento dos riscos envolvidos na operação, inclusive da possibilidade de perda total do capital investido, e da ausência de classificação de risco das cotas subscritas; e*

*III – seja estabelecido no regulamento do Fundo que, na hipótese de sua posterior modificação, visando permitir a transferência ou negociação das cotas no mercado secundário, será obrigado o prévio registro nesta CVM, nos termos do art. 2º, §2º da Instrução CVM nº 400/03, com a conseqüente apresentação do relatório de classificação de risco ora dispensado.*

*(...)*

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

(...)

§ 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.

Relação dos fundos para os quais foram solicitadas as dispensas:

FUNDO	ADMINISTRADOR	CUSTODIANTE	NÚMERO DE COTISTAS
ITAPEVA VI MULTICARTEIRA FIDC NP	GRADUAL	BANCO PAULISTA S.A.	0*
RIO TIBAGI – FIDC NP	SOCOPA	OLIVEIRA TRUST DTVM S.A.	2

\*O Fundo encontra-se em fase pré-operacional.

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
ITAPEVA VI MULTICARTEIRA FIDC NP	Inciso II do §7º do art. 38, e inciso III do art. 3º c/c art. 23-A, ambos dispositivos da ICVM 356/01.	Processos CVM RJ-2013-4911, nº RJ-2013-11017 e nº RJ-2007-3266	Conceder a dispensa do cumprimento do Inciso II do §7º do art. 38 da ICVM 356/01. Permitir a aplicação da dispensa automática disposta do 23-A da ICVM 356/01
RIO TIBAGI – FIDC NP	Inciso II do §7º do art. 38 da ICVM 356/01.	Processos CVM RJ-2013-4911, nº RJ-2013-11017	Conceder a dispensa do cumprimento do Inciso II do §7º do art. 38 da ICVM 356/01.

1) *ITAPEVA VI MULTICARTEIRA FUNDO DE INVESTIMENTO EM DIREITOS CREDITÓRIOS NÃO-PADRONIZADOS (PROCESSO Nº RJ-2014-10762)*

O Fundo é um fundo de investimento em direitos creditórios não-padronizados ("FIDC-NP") constituído sob a forma de condomínio fechado, disciplinado pela Resolução do Conselho Monetário Nacional ("CMN") nº 2.907, de 29 de novembro de 2001, pela Instrução CVM nº 444/06 e pela Instrução CVM nº 356/01, e regido por seu regulamento ("Regulamento"). Nos termos do artigo 4º da Instrução CVM nº 444/06, as Cotas serão destinadas exclusivamente a investidores qualificados, conforme definidos no artigo 109 Instrução CVM nº 409, de 18 de agosto de 2004, e terão valor nominal unitário de R\$1.000.000,00 (um milhão de reais)<sup>1</sup>.

As Cotas serão subscritas, e somente poderão ser mantidas, nos termos do artigo 23-A da Instrução CVM nº 356/01, por um investidor único ou um grupo de investidores vinculados por interesse único e indissociável, incluindo, sem limitação, fundos de investimento e/ou investidores não-residentes cujas carteiras encontram-se sob a gestão total e discricionária de um mesmo gestor, o qual possui poder pleno de decisão com relação aos investimentos a serem realizados por tais carteiras ("Investidores Autorizados"). Não será permitida a transferência ou a negociação das Cotas no mercado secundário para investidores que não se enquadrem no conceito de Investidores Autorizados, exceto se, nos termos do artigo 2º, parágrafo 8º do Regulamento e do artigo 23-A, inciso III, da Instrução CVM nº 356/01, o Fundo vier a obter o prévio registro na CVM, nos termos do artigo 2º, §2º, da Instrução CVM nº 400/03, com a consequente apresentação do relatório de classificação de risco das Cotas.

A RCB Planejamento Financeiro Ltda., sociedade autorizada por essa CVM para o exercício profissional de administração de carteiras de valores mobiliários, por meio do Ato Declaratório nº 9.988, de 8 de agosto de 2008, com sede na cidade de São Paulo, Estado de São Paulo, na Avenida Paulista, nº 1.048, conjunto 101, Bela Vista, inscrita no CNPJ sob o nº 07.157.689/0001-01 ("Gestora"), foi contratada para realizar a gestão da carteira do Fundo.

Como custodiante do Fundo, foi contratado o Banco Paulista S.A., instituição financeira com sede na cidade de São Paulo, Estado de São Paulo, na Avenida Brigadeiro Faria Lima, nº 1.355, 2º andar, inscrita no CNPJ sob o nº 61.820.817/0001-09 ("Custodiante").

O Fundo adotará política de investimento<sup>2</sup> semelhante à de outro FIDC-NP administrado pela Administradora, e para o qual a Gestora e o Custodiante também prestam serviços, o Itapeva II Multicarteira Fundo de Investimento em Direitos Creditórios Não-Padronizados ("Itapeva II"). O Fundo adquirirá, preponderantemente, direitos creditórios vencidos e não pagos há mais de [180] ([cento e oitenta]) dias, cedidos por [instituições financeiras de médio e grande porte] ("Direitos Creditórios" e "Cedentes", respectivamente). A carteira do Fundo será composta basicamente por Direitos Creditórios inadimplidos, massificados e de baixo valor médio, [oriundos de produtos de financiamento oferecidos pelas Cedentes a seus clientes, tais como linha de crédito pessoal, cartão de crédito, cheque especial, renegociação de dívidas e empréstimos em geral].

Por já se encontrarem vencidos e não pagos no momento de sua cessão ao Fundo, os Direitos Creditórios serão adquiridos, com elevado deságio, por preço de aquisição em torno de [1]% ([um] por cento) a [6]% ([seis] por cento) do valor de face de cada Direito Creditório, o qual considerará, inclusive, os potenciais riscos atrelados a esse tipo de investimento.

Em razão de seu baixo valor médio e de sua própria natureza, a cobrança dos Direitos Creditórios de titularidade do Fundo será realizada, assim como no Itapeva II, quase exclusivamente na esfera extrajudicial, dado que a cobrança judicial não se justificaria economicamente. Desse modo, os documentos comprobatórios dos Direitos Creditórios, como regra geral, não serão utilizados no contexto da cobrança pelo Fundo, não representando fator relevante para possibilitar a recuperação dos valores devidos.

1.1) *Pedidos*

A Administradora requer (i) a concessão, ao Fundo, da dispensa do cumprimento do inciso II do §7º do artigo 38 da Instrução CVM nº 356/01, no sentido de permitir a realização da guarda dos documentos comprobatórios dos Direitos Creditórios pelos cedentes; e (ii) a confirmação do entendimento de que os investidores sejam considerados como grupo de investidores vinculados por interesse único e indissociável e, portanto, nos termos do artigo 23-A da Instrução CVM nº 356/01, a classificação de risco das cotas é dispensada, não havendo qualquer restrição à negociação das cotas exclusivamente entre tais investidores.

---

<sup>1</sup> Artigo 1º, parágrafo 3º, do Regulamento.

<sup>2</sup> Artigo 1º, parágrafo 1º, e Artigo 8º do Regulamento.

1.2) *Considerações da Administradora*

1.2.1) *Dispensa do cumprimento do inciso II do §7º do artigo 38 da Instrução CVM nº 356/01*

A Administradora aduz que o inciso II do §7º do artigo 38 da Instrução CVM nº 356/01, conforme incluído pela Instrução CVM nº 531, de 6 de fevereiro de 2013, veda a contratação, pelo Custodiante, das respectivas Cedentes para realizar a guarda dos documentos comprobatórios dos Direitos Creditórios integrantes da carteira do Fundo.

Dadas, contudo, as características do Fundo e dos Direitos Creditórios descritas acima, é ressaltado que o custo de transferência dos documentos comprobatórios das Cedentes para o Custodiante ou terceiro por ele contratado mostrar-se-ia excessivamente oneroso para o Fundo, sendo que inexistiria contrapartida relevante para seus cotistas. Cabe notar, ainda, que alguns documentos nem mesmo poderiam ser transferidos, uma vez que não têm existência independente de outros instrumentos celebrados pelas Cedentes. Os Direitos Creditórios oriundos de cheque especial e de saldo devedor, por exemplo, são formalizados através dos contratos de abertura de conta corrente, que ficam arquivados nas diversas agências bancárias das Cedentes espalhadas pelo Brasil.

Assim, a GRADUAL solicita a dispensa do cumprimento do inciso II do §7º do artigo 38 da Instrução CVM nº 356/01, de modo que as Cedentes possam efetuar a guarda dos documentos comprobatórios referentes aos Direitos Creditórios por elas cedidos ao Fundo, na qualidade de fiéis depositárias, nos termos dos artigos 627 e seguintes do Código Civil, e sem prejuízo da responsabilidade do Custodiante prevista no artigo 38 da Instrução CVM nº 356/01.

Cumprir destacar que todos os contratos de cessão dos Direitos Creditórios ao Fundo serão registrados nos Cartórios de Títulos e Documentos competentes, e garantirão (a) o livre acesso aos documentos comprobatórios pela Administradora, pela Gestora, pelo Custodiante, pelos auditores independentes e pelos órgãos reguladores; (b) o envio dos documentos comprobatórios pelas Cedentes mediante solicitação do Fundo, sob pena de multa; e (c) a recompra dos Direitos Creditórios pelas Cedentes em caso de, dentre outros, inexistência ou falhas nos documentos comprobatórios, o que mitigaria ainda mais os riscos para o Fundo e, conseqüentemente, para seus cotistas.

Nos termos da decisão recente do colegiado dessa D. CVM, no Processo CVM nº RJ2013/4911, que teve por objeto o pedido de dispensa apresentado pelo Itapeva II, FIDC-NP no qual a estrutura do Fundo é baseada, entendeu-se que "a dispensa do cumprimento do art. 38, §7º, II, da Instrução CVM 356/01, no caso concreto, observa o interesse público e garante a adequada proteção ao cotista tal como preconizado pelo art. 9º da Instrução CVM 444/06"<sup>3</sup>, tendo em vista certos elementos, abaixo transcritos<sup>4</sup>:

- (a) qualificação dos investidores dos FIDC-NP: investidores qualificados que investem no mínimo R\$1.000.000,00 (um milhão de reais) no produto;
- (b) natureza do lastro dos fundos: créditos inadimplidos, massificados, de baixo ticket e cedidos aos fundos por baixo percentual do valor de face;
- (c) cobrança dos créditos preponderantemente de forma extrajudicial, 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; e
- (h) não concessão da dispensa do cumprimento do artigo 39, §2º, da Instrução CVM nº 356/01, referente à vedação da cessão pelo custodiante do fundo de créditos por ele originados.

Portanto, a Administradora conclui que o caso específico do Fundo, da mesma forma que o do Itapeva II, não fere o interesse público, a adequada informação e a proteção ao investidor, e atende satisfatoriamente a todas as condições para concessão da dispensa ora pleiteada, conforme o precedente do colegiado dessa D. CVM mencionado acima.

<sup>3</sup> Conforme reunião do colegiado dessa CVM de 15 de julho de 2014.

<sup>4</sup> Conforme voto da diretora Ana Dolores Moura Carneiro de Novaes, de 15 de julho de 2014.

### 1.2.2) *Dispensa da classificação de risco de cotas*

Nos termos do artigo 23-A da Instrução CVM nº 356/015, é dispensada a classificação de risco da classe ou série cujas cotas sejam destinadas a (a) um único cotista; ou (b) um grupo de cotistas vinculados por interesse único e indissociável, desde que seja estabelecido no regulamento do Fundo que, na hipótese de sua posterior modificação, visando permitir a transferência ou negociação das cotas no mercado secundário, será obrigado o prévio registro nesta CVM, com a consequente apresentação do relatório de classificação de risco.

Conforme mencionado, a Administradora aduz que as cotas serão subscritas, e somente poderão ser mantidas, exclusivamente, pelos Investidores Autorizados, quais sejam, um único investidor ou um grupo de investidores vinculados por interesse único e indissociável, incluindo, sem limitação, fundos de investimento e/ou investidores não-residentes cujas carteiras encontram-se sob a gestão total e discricionária de um mesmo gestor, o qual possui poder pleno de decisão com relação aos investimentos a serem realizados por tais carteiras. Tais Investidores Autorizados, no ato de sua primeira subscrição de Cotas, assinarão termo de adesão declarando ter pleno conhecimento dos riscos envolvidos na operação, inclusive da possibilidade de perda total do capital investido, e da ausência de classificação de risco das cotas subscritas, nos termos do artigo 23-A, inciso II, da Instrução CVM nº 356/01 e do artigo 2º, parágrafo 7º, do Regulamento. Além disso, não será permitida a transferência ou a negociação das Cotas no mercado secundário para investidores que não se enquadrem no conceito de Investidores Autorizados, exceto se, nos termos do artigo 2º, parágrafo 8º do Regulamento e do artigo 23-A, inciso III, da Instrução CVM nº 356/01, o Fundo vier a obter o prévio registro na CVM, nos termos do artigo 2º, §2º, da Instrução CVM nº 400/03, com a consequente apresentação do relatório de classificação de risco das Cotas.

O colegiado dessa autarquia já entendeu, no Processo CVM nº RJ2007/3266, referente ao pedido de registro de funcionamento do V3 Fundo de Investimento em Direitos Creditórios Multicarteira – Não Padronizado, que o fato de haver uma gestão total e discricionária das carteiras dos investidores “equipararia os investidores estrangeiros identificados no regulamento a investidor único”<sup>6</sup>.

Ademais, é ressaltado que os Investidores Autorizados são enquadrados no conceito de investidor qualificado, previsto no artigo 109 da Instrução CVM nº 409/04, possuindo conhecimento e sofisticação necessários e suficientes para identificar e entender os riscos associados às características do Fundo e dos Direitos Creditórios, inclusive àquelas relativas ao pedido de dispensa formulado na seção II acima e à ausência da classificação de risco das Cotas.

Dessa forma, a Administradora solicita a confirmação do entendimento de que, para fins da dispensa da classificação de risco das Cotas, na forma do artigo 23-A da Instrução CVM nº 356/01, os fundos de investimento e/ou investidores não-residentes cujas carteiras encontrem-se sob a gestão total e discricionária de um mesmo gestor enquadram-se no conceito de grupo de investidores vinculados por interesse único e indissociável, não havendo qualquer restrição à negociação das Cotas exclusivamente entre tais Investidores Autorizados.

A GRADUAL aduz ainda que caso, não obstante o disposto acima, essa D. CVM entenda que os Investidores Autorizados não se enquadrem no conceito de grupo de investidores vinculados por interesse único e indissociável, solicita, alternativamente, nos termos do artigo 9º da Instrução CVM nº 444/06, a dispensa da contratação de agência classificadora de risco e da apresentação de relatório de risco das Cotas, pelos motivos a seguir:

- (a) o Fundo é um FIDC-NP com características peculiares que adquirirá, preponderantemente, Direitos Creditórios inadimplidos, massificados e de baixo valor médio, com elevado deságio sobre seu valor de face, o qual considerará, inclusive, os potenciais riscos a eles atrelados;
- (b) as Cotas serão destinadas exclusivamente aos Investidores Autorizados;
- (c) os Investidores Autorizados são capazes de avaliar as características do Fundo e dos Direitos Creditórios, e têm pleno conhecimento dos riscos envolvidos no investimento nas Cotas, inclusive da possibilidade de perda total do capital investido, e da ausência de classificação de risco das Cotas; e
- (d) o Regulamento prevê que, em caso de sua modificação posterior que venha a permitir a transferência ou a negociação das Cotas no mercado secundário, será necessário o prévio registro nessa CVM, bem como a apresentação do relatório de classificação de risco das Cotas.

<sup>5</sup> “Art. 23-A. Será dispensada a classificação das classes ou séries de cotas por agência classificadora de risco em funcionamento no País nas ofertas públicas de distribuição de cotas em que:

*I – as cotas, ou séries de cotas, emitidas pelo fundo sejam destinadas a um único cotista, ou grupo de cotistas vinculados por interesse único e indissociável;*

*II – o cotista, ou grupo de cotistas vinculados por interesse único e indissociável, subscreva termo de adesão declarando ter pleno conhecimento dos riscos envolvidos na operação, inclusive da possibilidade de perda total do capital investido, e da ausência de classificação de risco das cotas subscritas; e*

*III – seja estabelecido no regulamento do Fundo que, na hipótese de sua posterior modificação, visando permitir a transferência ou negociação das cotas no mercado secundário, será obrigado o prévio registro nesta CVM, nos termos do art. 2º, §2º da Instrução CVM nº 400/03, com a consequente apresentação do relatório de classificação de risco ora dispensado.”*

<sup>6</sup> Conforme reunião do colegiado dessa CVM de 17 de julho de 2007.

Nesse sentido, é citada a decisão do colegiado dessa CVM, no Processo CVM nº RJ2007/7144, referente ao pedido de registro de funcionamento do Recovery do Brasil Fundo de Investimento em Direitos Creditórios Não-Padronizados Multisetorial<sup>7</sup>, na qual, embora não enquadrado no artigo 23-A da Instrução CVM nº 356/01, em razão das particularidades do caso concreto, foi concedida a dispensa da classificação de risco das cotas de emissão do fundo<sup>8</sup>.

### 1.3) Considerações da GIE

#### 1.3.1) Dispensa do cumprimento do inciso II do §7º do artigo 38 da Instrução CVM nº 356/01

A dispensa solicitada pela Administradora refere-se ao cumprimento do inciso II do §7º do artigo 38 da ICVM nº 356/01, alterado e incluído, 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 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 vislumbrasse prejuízo ao interesse público, ao mercado e aos investidores."*

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

<sup>7</sup> Conforme reunião do colegiado dessa CVM de 25 de setembro de 2007.

<sup>8</sup> Conforme MEMO/SRE/GER-1/Nº 300/2007 datado de 21 de setembro de 2007: *"Contudo, no caso concreto, dadas as características dos direitos creditórios a serem adquiridos, a anuência dos potenciais investidores e a obrigatoriedade de obtenção de tal classificação de risco, caso as cotas venham a circular no mercado de capitais, entendem os, nos termos do art. 9º da Instrução CVM 444, que a dispensa requerida pode ser aceita, apesar de tal hipótese não estar contemplada no art. 23-A da Instrução CVM 356."*

*"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 do ITAPEVA VI MULTICARTEIRA FUNDO DE INVESTIMENTO EM DIREITOS CREDITÓRIOS NÃO-PADRONIZADOS, objeto da presente dispensa, são praticamente idênticas ao caso analisado pelo Colegiado e descrito acima, conforme demonstrado no quadro comparativo abaixo:

<b>Características</b>	<b>Fundos analisados pelo Colegiado</b>	<b>ITAPEVA VI MULTICARTEIRA FIDC NP</b>
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.	
Responsabilidade do Custodiante em relação à guarda	Possibilidade de guarda no cedente, sob controle do Custodiante.	

Outra dispensa, concedida pelo Colegiado, no âmbito do Processo CVM nº RJ-2013-11017, e semelhante ao presente pleito, que merece destaque é referente ao BB Recuperação de Crédito Banco do Brasil FIDC NP. Tal dispensa foi fundamentada a partir do voto da diretora Ana Novaes, que levou em conta outras dispensas ocorridas no âmbito do Processo CVM RJ-2013-4911 e já esposadas neste memorando.

Ademais, considerando os precedentes do Colegiado e as dispensas concedidas, a área técnica entende que o Regulamento do Fundo não pode 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.

Diante do exposto, 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.

#### 1.3.2) *Dispensa da classificação de risco de cotas*

A dispensa solicitada poderá ser concedida na hipótese de fundos de investimento e/ou investidores não-residentes, cujas carteiras estejam sob a gestão total discricionária de um mesmo gestor, formarem um grupo de cotistas vinculados por interesse único indissociável, de forma que pudesse ser aplicada a dispensa automática constante do artigo 23-A do ICVM nº 356/01.

A fim de entender a estrutura do Fundo, a Administradora esclareceu que os cotistas do Fundo serão Insolve Global Credit Fund I, L.P. e Insolve Global Credit Fund II, L.P., sediados no estado de Delaware, Estados Unidos da América, e sob gestão do grupo Balbec Capital, L.P., uma afiliada do Starwood Capital Group Global, L.P., firma de investimento global com mais de US\$ 30 bilhões sob gestão.

A decisão do Colegiado, no âmbito do Processo CVM nº RJ-2007-3266, considerou que para V3 Fundo de Investimento em Direitos Creditórios Multicarteira – Não Padronizado, a “gestão total e discricionária das carteiras dos investidores pela Vision Brazil Gestão de Investimentos e Participações Ltda., o que equipararia os investidores estrangeiros identificados no regulamento a investidor único”.

Diante disso, considerando a referida decisão do Colegiado, a área técnica entende que os citados investidores estrangeiros do Fundo estão vinculados por um interesse único e indissociável, possibilitando, assim, a aplicação da dispensa da classificação de risco das cotas, nos termos do art. 23-A da ICVM 356/01.

#### 2) RIO TIBAGI – FUNDO DE INVESTIMENTO EM DIREITOS CREDITÓRIOS NÃO-PADRONIZADOS (PROCESSO CVM Nº RJ-2014-10761)



Rio Tibagi – Fundo de Investimento em Direitos Creditórios Não – Padronizados (“Fundo”) tem por objetivo a aquisição de direitos creditórios vencidos e não pagos, originados de carteira de crédito massificado, de forma que a remuneração de seus cotistas depende exclusivamente dos esforços de cobrança extrajudicial e judicial do Fundo.

A carteira do Fundo é composta por direitos creditórios massificados adquiridos do Aymoré Crédito, Financiamento e Investimento S.A, em 30.11.2011, representados por crédito financeiros vencidos e inadimplidos, que se encontram ou não em processo de cobrança judicial, referentes a operações envolvendo saldo remanescente de contratos de financiamento para aquisição de veículos para pessoas físicas e jurídicas destinados a correntistas e não correntistas do Aymoré Crédito, Financiamento e Investimento S.A.

#### *2.1) Pedido de Dispensa*

A Administradora requer para o Fundo, a dispensa do cumprimento do inciso II do § 7º do artigo 38 da Instrução CVM nº 356/01, no sentido de permitir a realização dos documentos comprobatórios dos direitos creditórios pelas respectivas cedentes.

#### *2.2) Considerações da Administradora*

A Administradora assevera que a carteira do Fundo é formada por direitos créditos vencidos, massificados, de baixo ticket e com percentual de desconto elevado. Logo, a remoção da documentação de lastro dos direitos creditórios do cedente para empresa de guarda contratada pelo custodiante vem se mostrando por demais onerosa para estrutura do Fundo.

Nota-se ainda que por natureza este Fundo, em sua preponderância, realiza a cobrança extrajudicial, não sendo necessário, pelo menos em um primeiro momento, a apresentação de contrato, ou outro instrumento representativo do crédito. Nesse sentido, a remoção de tão grande volume de documentos, além de oneroso como frisamos anteriormente, da margem a possibilidade do extravio da documentação.

Ressalta-se que a cobrança judicial só se justifica em poucos casos, uma vez a grande maioria dos créditos são de baixo ticket.

Verifique-se também que o cedente dos direitos creditórios apontado no item I acima, é uma instituição financeira, que possui rigorosa regra de compliance e controle quanto a guarda dos documentos comprobatórios.

Por fim, o contrato de cessão firmado pelo Fundo existe (como é padrão deste tipo de operação); (i) cláusula impondo multa ao cedente em razão da não apresentação da documentação completa dos direitos creditórios ou apresentação fora do prazo contratual; (ii) cláusula impondo a recompra dos direitos creditórios que restem, sem documentação comprobatória completa ou falhas na documentação comprobatória; (iii) o livre acesso aos documentos comprobatórios pela Administradora, pela Gestora, pelo Custodiante, pelos auditores independentes e pelos órgãos reguladores.

Cita-se o precedente do Processo CVM nº RJ2013/4911, que teve por objeto o pedido de dispensa apresentado pelo Itapeva II, FIDC-NP no qual a estrutura do Rio Tibagi – Fundo de Investimento em Direitos Creditórios Não – Padronizados se assemelha, entendeu-se que “a dispensa do cumprimento do art. 38, §7º, II, da Instrução CVM 356/01, no caso concreto, observa o interesse público e garante a adequada proteção ao cotista tal como preconizado pelo art. 9º da Instrução CVM 444/06”, tendo em vista certos elementos, abaixo transcritos:

(a) qualificação dos investidores dos FIDC-NP: investidores qualificados que investem no mínimo R\$1.000.000,00 (um milhão de reais) no produto;

(b) natureza do lastro do fundo: créditos inadimplidos, massificados, de baixo ticket e cedidos ao fundo por baixo percentual do valor de face;

(c) cobrança dos créditos preponderantemente de forma extrajudicial, 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; e

(h) não concessão da dispensa do cumprimento do artigo 39, §2º, da Instrução CVM nº 356/01, referente à vedação da cessão pelo custodiante do fundo de créditos por ele originados.

Portanto, a Administradora aduz que o caso específico do Fundo, da mesma forma que o do Itapeva II, FIDC-NP, não fere o interesse público, a adequada informação e a proteção ao investidor, e atende satisfatoriamente a todas as condições para concessão da dispensa ora pleiteada, conforme o precedente do colegiado dessa D. CVM mencionado acima.

### 2.2.2) Considerações da GIE

A dispensa solicitada pela Administradora refere-se ao cumprimento do inciso II do §7º do artigo 38 da ICVM nº 356/01, alterado e incluído, 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 Rio Tibagi FIDC-NP, objeto da presente dispensa, são praticamente idênticas ao caso analisado pelo Colegiado, no âmbito do Processo CVM RJ-2013-4911, e descrito acima, conforme demonstrado no quadro comparativo abaixo:

<b>Características</b>	<b>Fundos analisados pelo Colegiado</b>	<b>RIO TABAGI FIDC-NP</b>
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.	
Responsabilidade do Custodiante em relação à guarda	Possibilidade de guarda no cedente, sob controle do Custodiante.	

Diante do exposto, 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.

### 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:

<b>FUNDO</b>	<b>DISPENSAS SOLICITADAS</b>	<b>PRECEDENTES DO COLEGIADO</b>	<b>CONCLUSÕES DA GIE</b>
ITAPEVA VI MULTICARTEIRA FIDC NP	Inciso II do §7º do art. 38, e inciso III do art. 3º c/c art. 23-A, ambos dispositivos da ICVM 356/01.	Processos CVM RJ-2013-4911, nº RJ-2013-11017 e nº RJ-2007-3266	Conceder a dispensa do cumprimento do Inciso II do §7º do art. 38 da ICVM 356/01. Permitir a aplicação do disposto do 23-A da ICVM 356/01
RIO TIBAGI – FIDC NP	Inciso II do §7º do art. 38 da ICVM 356/01.	Processos CVM RJ-2013-4911, nº RJ-2013-11017	Conceder a dispensa do cumprimento do Inciso II do §7º do art. 38 da ICVM 356/01.

Nos termos da decisão do Colegiado desta CVM para os Processos CVM RJ-2013-4911 e CVM nº RJ-2013-11017, recomendamos ao Colegiado à 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 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 dos administradores 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 pelos cedentes, no mínimo pelo valor de aquisição pago pelos Fundos, 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 dos Fundos, 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 dos FIDCs 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 os administradores deverão 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 lhes 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 pelo cedente, em moeda corrente, pelos créditos recomprados/indenizados, no mínimo pelo valor de aquisição pago pelos Fundos, 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 à guarda dos créditos pelos cedentes.

Quanto ao pedido de dispensa da classificação de risco das cotas, nos termos do art. 23-A da ICVM nº 356/01, solicitado pela GRADUAL CCTVM S.A. para o RIO TIBAGI – FIDC NP, recomendamos ao Colegiado atender o pleito, tendo em vista que os futuros cotistas do Fundo serão investidores vinculados por interesse único e indissociável, com base na interpretação do Colegiado exposta no Processo CVM nº RJ-2007-3266.

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

Atenciosamente,

BRUNO BARBOSA DE LUNA

Gerente de Acompanhamento de Fundos Estruturados

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

FRANCISCO JOSÉ BASTOS SANTOS

Superintendente de Relações com Investidores Institucionais