



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Memorando nº 21/2015-CVM/SIN/GIE

Rio de Janeiro, 10 de junho de 2015.

Ao Superintendente

Assunto: Consulta sobre possibilidade de FIDC adquirir créditos de sociedade empresária em recuperação judicial.

Trata-se do pedido de registro de funcionamento do UM.BI FIDC Multissetorial 10 LP (“UM.BI FIDC”), no âmbito do Processo nº RJ-2012-13061, administrado e custodiado pelo Banco Petra S.A. (“Administrador”), o qual tem como objetivo adquirir direitos creditórios performados e originados por sociedades empresárias em processo de recuperação judicial ou extrajudicial, com plano de recuperação aprovado em juízo e sem coobrigação do originador.

No âmbito do Processo nº RJ-2014-5041, Pátria Investimentos Ltda., na qualidade de gestor do Pátria Credit Fundo de Investimento em Direitos Creditórios Multissetorial (“Pátria Credit”), solicitou consulta sobre a possibilidade de adquirir direitos creditórios cedidos por sociedade em recuperação judicial, por um FIDC. Além disso, questiona se a correta interpretação do art. 1, §1º, V, da ICVM nº 444/06 é a de que direitos creditórios “*originados de empresas em processo de recuperação judicial ou extrajudicial*” devem ser entendidas como direitos creditórios contra tais empresas (ou seja, devidos por elas).

O veículo adequado para adquirir créditos originados por sociedade empresária em processo de recuperação judicial/extrajudicial é o FIDC-NP, nos termos do art. 1, §1º, V, da ICVM 444/06 e, assim, o Banco Petra e a Pátria Investimentos solicitam a esta CVM, formalmente, dispensa para FIDC adquirir tais modalidades de direitos creditórios.

Como os pedidos e suas fundamentações são conexos, os dois processos foram tratados no âmbito do mesmo memorando, tendo em vista a economia processual.

Segue abaixo o dispositivo da ICVM nº 444/06, objeto do pedido de dispensa:

Art. 1º A presente Instrução dispõe sobre a constituição e o funcionamento dos Fundos de Investimento em Direitos Creditórios Não-padronizados – FIDC-NP.

§ 1º Para efeito do disposto nesta Instrução, considera-se Não-Padronizado o FIDC cuja política de investimento permita a realização de aplicações, em quaisquer percentuais de seu patrimônio líquido, em direitos creditórios:

(...)

V – originados de empresas em processo de recuperação judicial ou extrajudicial;

1. Manifestação do Banco Petra S.A.

Inicialmente, em seu pedido, o Banco Petra destaca que, com base no Edital de Audiência Pública nº 4/2006 que deu origem à ICVM nº 444/06, o objetivo de um FIDC-NP, é o de adquirir direitos creditórios não-padronizados os quais incluem “os direitos creditórios que, no entender da CVM, demandam do investidor uma análise mais aprofundada de aspectos jurídicos (como na hipótese em que a validade jurídica da cessão para o FIDC é considerada um fator preponderante de risco), bem como de aspectos operacionais (como no caso de créditos existência futura e montante desconhecido)”.

Afirma que o processo de recuperação judicial, tal como regulado pelo art. 47 da Lei Federal 11.101/2005, almeja viabilizar a superação da situação de crise econômico-financeira do devedor, a fim de permitir a sua manutenção enquanto fonte produtora de riquezas, geradora de empregos e agente relevante em seu setor de atuação. Para tanto, a empresa em recuperação judicial não perde a administração de seus bens e deve dar continuidade aos contratos anteriormente celebrados.

“Art. 47. A recuperação judicial tem por objetivo viabilizar a superação da situação de crise econômico-financeira do devedor, a fim de permitir a manutenção da fonte produtora, do emprego dos trabalhadores e dos interesses dos credores, promovendo, assim, a preservação da empresa, sua função social e o estímulo à atividade econômica.”

Entende, o Banco Petra, que a classificação desse tipo de crédito (originado de empresa em recuperação judicial com plano de recuperação homologado em juízo, performado e sem coobrigação do originador) como não-padronizado, junto com os demais créditos listados no art. 1º, §1º, da ICVM 444, pelo simples fato de tais créditos demandarem do investidor uma análise mais aprofundada de aspectos jurídicos, não parece razoável tendo em vista que:

(i) os direitos creditórios performados não dependem de contraprestação futura do originador, tendo em vista que os produtos e mercadorias já foram entregues e/ou os serviços já foram prestados;

(ii) a aquisição de direitos creditórios sem nenhum tipo de coobrigação não acarretaria risco de crédito adicional ao FIDC; e

(iii) a cessão de direitos creditórios de titularidade de uma empresa em recuperação judicial com plano de recuperação já homologado em juízo seria considerada juridicamente válida e eficaz, a menos que a referida empresa estivesse com a falência decretada ou pedido de falência requerida.

O administrador destaca também o art. 136, §1º, da Lei 11.101/05 que expressamente exclui da possibilidade de revogação o ato de cessão praticado no âmbito de securitização:

“Art. 136. Reconhecida a ineficácia ou julgada procedente a ação revocatória, as partes retornarão ao estado anterior, e o contratante de boa-fé terá direito à restituição dos bens ou valores entregues ao devedor.

§ 1º Na hipótese de securitização de créditos do devedor, não será declarada a ineficácia ou revogado o ato de cessão em prejuízo dos direitos dos portadores de valores mobiliários emitidos pelo securitizador.”

Por fim, ressalta ainda o administrador que, caso admitido pela CVM, a aquisição de desse tipo de crédito por FIDC “padronizado” ampliaria as fontes de captação para as empresas em recuperação judicial, permitindo o recebimento antecipado de quantia capaz de satisfazer, ao menos em parte, aos interesses dos credores destas empresas, conforme estiver estabelecido no plano de recuperação aplicável.

2. Manifestação da Pátria Investimentos

Na consecução desses objetivos, o Pátria Credit pretende adquirir direitos creditórios a serem cedidos por empresas que se encontra em recuperação judicial. Os direitos creditórios serão representados por duplicatas mercantis sacadas contra os clientes dessas empresas, que, no curso da recuperação judicial, continua em plena atividade. Eles consistem em créditos já regularmente constituídos e performados, consoante verificação empreendida diretamente junto aos sacados, mediante confirmação do recebimento dos produtos e prazo para o respectivo pagamento. Nesse sentido, essas empresas são cedentes, e não devedores.

A Pátria Investimentos entende que a melhor interpretação do art. 1º, §1º, inciso V da ICVM nº 444/06 é a de que direitos creditórios “*originados de empresas em processo de recuperação judicial ou extrajudicial*” devem ser entendidos como direitos creditórios que são devidos por tais empresas, não estando abarcados pelo referido dispositivo direitos creditórios de que seja titular a empresa em recuperação judicial ou extrajudicial em razão de suas atividades comerciais.

Sendo esta a correta interpretação do dispositivo em questão, a gestora alega que o Pátria Credit estaria autorizado a adquirir tais direitos creditórios, já que o processo de recuperação judicial tem por objetivos maiores “a preservação da empresa, sua função social e o estímulo à atividade econômica”, nos exatos termos do art. 6º da Lei nº 11.101/2005.

Os FIDC-NP têm por finalidade investir em créditos que estejam vencidos e pendentes de pagamento, créditos ainda não constituídos, entre outros que apresentem características diferenciadas e, por conta delas, risco de crédito mais elevado para o investidor, se comparados aos direitos creditórios referidos no art. 2º, I, da Instrução CVM 356.

Entre os créditos dessa natureza, a Instrução CVM 444 elenca os direitos creditórios originados de empresas em processo de recuperação judicial.

Diante do emprego da expressão “*originado*”, que não é dotada de sentido unívoco, a interpretação do dispositivo que se mostra mais consentânea com os objetivos da Instrução CVM 444 é a que abrange créditos contra a empresa em recuperação judicial (e não direitos creditórios dos quais tal empresa é titular).

A limitação das dívidas de empresas em recuperação aos FIDC-NP se explica, de um lado, pela crise econômico-financeira do devedor, com sua capacidade de pagamento degradada. De outro, concorrem também as vicissitudes inerentes ao processo de recuperação judicial, como a suspensão de todas as ações e execuções (art. 6º da Lei de Recuperação Judicial e Falências) e a novação dos créditos, que podem ter seu valor substancialmente reduzido e seu prazo de pagamento significativamente alongado, independente da

anuência do credor (art. 59 da Lei de Recuperação Judicial e Falências). Tais circunstâncias demandariam, por certo, uma verificação mais profunda e detalhada dos riscos envolvidos, justificando a sua inclusão apenas em FIDC-NP.

Muito diferente é a operação pretendida. Ela envolve a aquisição de créditos constituídos e performados, de modo que já existirá, no momento da cessão, a obrigação de pagamento por parte do sacado, independente de qualquer ação posterior da cedente. Eventuais modificações posteriores na relação entre cedente e os sacados não interferirá no recebimento do crédito, tendo em vista a inoponibilidade de exceções pessoais ao endossatário de boa-fé.

Nesse cenário, os devedores são empresas com capacidade de pagamento dentro dos padrões previstos no regulamento do Pátria Credit. A análise do risco do direito creditório, portanto, como ocorre em outras operações, será feita com base no perfil e capacidade de pagamento dos devedores da cedente, sendo irrelevante a circunstância estar sujeita a processo de recuperação judicial.

Nesse sentido, a Pátria Investimentos entende que o termo “*direitos creditórios originados de empresas em processo de recuperação judicial*” refere aos direitos creditórios devidos por tais sociedades, uma vez que o risco dos créditos cedidos advém de seus respectivos devedores.

3. Consideração da GIE

Os pleitos parecem, a princípio, ter coerência econômica e regulatória, tendo em vista que, caso sejam confirmados os seus argumentos, não haveria diferenciação de riscos de crédito/operacional para o FIDC que adquira um direito creditório performado, sem coobrigação e originado por empresa em curso normal de suas operações, daquele que adquira um direito nas mesmas condições, porém originado por empresa em recuperação judicial.

Conforme entendimento desta CVM que suportou a edição da ICVM 444, reproduzida abaixo, os créditos elencados como elegíveis aos FIDC-NP possui primariamente características singulares que os colocam em posição diferenciada quando da análise dos riscos envolvidos.

Nesse seara nos parece razoável que o ponto-chave para a interpretação do art. 1º, §1º, V, da ICVM 444, está no risco a que o fundo encontra-se exposto, mesmo que parcialmente. Consequentemente, se for ao da empresa em recuperação judicial (o risco), tais créditos são elegíveis tão somente aos FIDC-NP, do contrário, não encontramos óbice regulatório para que o mesmo venha compor a carteira de ativos de um FIDC.

Conforme explicitado pelo Banco Petra e descrito no edital que originou a ICVM 444, direitos creditórios não-padronizados incluem “*os direitos creditórios que, no entender da CVM, demandam do investidor uma análise mais aprofundada de aspectos jurídicos (como na hipótese em que a validade jurídica da cessão para o FIDC é considerada um fator preponderante de risco), bem como de aspectos operacionais (como no caso de créditos existência futura e montante desconhecido)*”.

Adicionalmente, convém destacar o entendimento do então Presidente Marcelo Fenandez Trindade, no âmbito do Processo CVM nº RJ-2004-6913:

“Nos FIDC, ao contrário, a análise de crédito é realizada tomando em consideração o desempenho histórico de pagamento do conjunto de créditos semelhantes àqueles que serão cedidos ao fundo, ou a

capacidade de pagamento dos devedores, no caso de um FIDC que concentre sua alocação de recursos na aquisição de créditos contra um pequeno número de devedores. É isto que permite, freqüentemente, que as agências classificadoras de risco confirmem um rating melhor a um FIDC do que o que confeririam ao originador dos créditos: a análise que se faz não é do risco de crédito do cedente, mas sim dos cessionários, ou do conjunto da carteira. Por isto elementos como diversificação de devedores, volume e valor unitário dos créditos são relevantes para a classificação do risco de um FIDC, na medida em que quanto maior a diversificação e o volume, e menor o valor unitário, menor será a probabilidade de não pagamento, e menor será o impacto de eventuais não pagamentos no total da carteira do FIDC. Cabe mencionar, ainda, que independentemente da maior ou menor dispersão dos devedores, a agência qualificadora de risco também deve examinar, dentro da estrutura dos FIDC, a capacidade de geração dos créditos e os critérios de análise de crédito utilizados pelo originador”.

Não obstante o nosso entendimento preliminar, procuramos através do MEMO/CVM/SIN/GIE/Nº 213/2013, confirmar junto à PFE-CVM alguns pontos relacionados aos riscos envolvidos na cessão de direitos creditórios originados por empresas em recuperação judicial/extrajudicial, nos termos da Lei nº11.101/05, para fins de subsidiar a classificação desses direitos creditórios. A Procuradoria esclareceu os três pontos principais da consulta, através do MEMO Nº 451/2013/GJU-1/PFE-CVM/PGF/AGU:

1) "A Lei Federal 11.101/2005 permite que empresa em recuperação judicial não perca a administração de seus bens e realize a cessão, dando assim, continuidade aos contratos anteriormente celebrado?"

“Sim. Infere-se, da leitura do art. 47 da Lei no 11.101/2005, que a recuperação judicial consiste no processo que tem por escopo viabilizar a superação da crise enfrentada pelo devedor, de modo a permitir a preservação da empresa como unidade produtiva, visando os interesses da sociedade quanto à preservação de empregos, produção de riquezas e arrecadação de tributos”.

2) "O art. 136, § 1º, da Lei nº 11.101/2005 permite a cessão dos direitos creditórios originados pela empresa em recuperação judicial/extrajudicial sem possibilidade de revogação?"

“Sim, a regra inscrita no § 1º do art. 136 é clara ao excluir, na hipótese de securitização, a revogação ou declaração de ineficácia da cessão dos créditos do devedor em detrimento dos portadores dos valores mobiliários. Assim, ao fortalecer um dos principais conceitos da securitização, o isolamento de ativos, o dispositivo destinou-se a impulsionar tais operações, conferindo maior segurança ao investidor”.

3) "A cessão de direitos creditórios de titularidade de uma empresa em recuperação judicial com plano de recuperação já homologado em juízo, é considerada juridicamente válida e eficaz, a menos que referida empresa esteja com a falência decretada ou pedido de falência requerida?"

“Sim. A cessão de direitos creditórios de titularidade de uma empresa em recuperação judicial, com plano de recuperação já homologado em juízo, é considerada juridicamente válida e eficaz, consoante às condições elencadas ao longo do presente pronunciamento. Se a falência da cedente foi decretada, já não mais está se falando de cessão por empresa em recuperação judicial, objeto desta manifestação. Tampouco o pedido de falência alteraria esta circunstância, na medida em que a empresa em recuperação judicial somente é considerada falida mediante a convocação do processo de recuperação judicial em falência, o que ocorre, nos termos do art. 73 da Lei nº 11.101/2005”.

Nesse sentido, em que pese à utilização do termo “originados”, insculpido no art. 1º, §1º, V, da ICVM 444/06, esta área técnica entende que, nesse dispositivo, estão enquadrados somente os direitos creditórios cujos riscos de inadimplemento, especialmente os jurídicos e/ou os operacionais, estejam, após a cessão, suportados, parcialmente ou totalmente, pelas sociedades empresárias em recuperação judicial e/ou extrajudicial. Logo, a condição de originador e/ou cedente dos direitos creditórios, por si só, não constitui vedação a tais direitos serem adquiridos por FIDC, ao invés de FIDC-NP. Por outro lado, quando esse tipo de sociedade empresária for devedor, os direitos creditórios devem ser classificados como não padronizados.

Nesse sentido, em que pese à utilização do termo “originados”, insculpido no art. 1º, §1º, V, da ICVM 444/06, esta área técnica entende que, nesse dispositivo, estão enquadrados somente os direitos creditórios cujos riscos de inadimplemento, especialmente os jurídicos e/ou os operacionais, estejam, após a cessão, suportados, parcialmente ou totalmente, pelas sociedades empresárias em recuperação judicial e/ou extrajudicial. Logo, a condição de originador e/ou cedente dos direitos creditórios, por si só, não constitui vedação a tais direitos serem adquiridos por FIDC, ao invés de FIDC-NP. Por outro lado, quando esse tipo de sociedade empresária for devedor, os direitos creditórios devem ser classificados como não padronizados.

Com intuito de exemplificar situações em que se considera que o direito creditório adquirido deve ser classificado como não-padronizado, nos termos art. 1, §1º, V, da ICVM 444/06, elencamos o seguinte o rol exemplificativo de casos, envolvendo sociedades empresárias em recuperação judicial e/ou extrajudicial, por estas reterem parte dos riscos de inadimplemento dos direitos creditórios:

i) subscrição de cotas subordinadas por sociedades empresárias em recuperação judicial e/ou extrajudicial, **com compromisso de manter a relação mínima prevista no inciso XV do art. 24 da ICVM nº 356/01;**

ii) na hipótese de tais sociedades prestarem fiança, aval, aceite ou coobrigar-se sob qualquer forma em relação aos direitos creditórios a serem adquiridos pelo Fundo; ou

iii) quando os direitos creditórios originados e/ou cedidos por tais sociedades forem não performados ou de existência futura, o que os enquadraria no disposto no art. 1º, §1º, inciso VI, da ICVM nº 444/06, sendo sua aquisição permitida apenas para FIDC-NP.

Diante do entendimento da PFE-CVM, concordamos com o Banco Petra e a Pátria Investimentos que, confirmando todo o entendimento apresentado acerca da Lei 11.101/05, ou seja, essas cessões para o FIDC não demandariam do investidor uma análise mais aprofundada de aspectos jurídicos, pois se tratam de créditos sobre operações performadas e sem coobrigação por parte do originador/cedente. Ainda, destacamos que o próprio FIDC padronizado pode adquirir direitos creditórios a performar originado por empresa em curso normal, nos termos do §8º do art. 40 da ICVM nº 356/01, o que, em tese e mantidas todas as outras variáveis constantes, apresentaria riscos de crédito e operacional superiores ao de um direito creditório performado originado por empresa em recuperação judicial, dado que os riscos de performance da operação inexistem no último caso.

4. Conclusão

Em face do exposto, sugerimos o provimento dos pedidos apresentados pelo Banco Petra e pela Pátria Investimentos, de modo a permitir que FIDC padronizado adquira direitos creditórios performados e originados por empresas em processo de recuperação judicial ou extrajudicial, com plano de recuperação aprovado em juízo e sem coobrigação do originador (empresas no âmbito de um processo de recuperação judicial ou extrajudicial), tendo em vista que o risco dos créditos, após a cessão, está limitado ao sacado que não se encontra em recuperação.

Por fim, entendemos que a melhor interpretação do art. 1º, §1º, V, da ICVM 444/06, é contemplar tão somente os direitos creditórios cujos riscos de inadimplemento, especialmente os jurídicos e/ou os operacionais, estejam, após a cessão, suportados, parcialmente ou totalmente, pelas sociedades empresárias em recuperação judicial e/ou extrajudicial. Portanto, a condição de originador e/ou cedente dos direitos creditórios, por si só, não constitui vedação a tais direitos serem adquiridos por FIDC, ao invés de FIDC-NP. Por outro lado, quando esse tipo de sociedade empresária configurar na ponta devedora, os direitos creditórios devem ser classificados como não padronizados, por atender ao conceito exposto anteriormente.

Alertamos, ainda, que é necessário que os sacados sejam notificados da cessão dos créditos adquiridos pelos fundos, nos termos do art. 290 do Código Civil/2002.

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



Documento assinado eletronicamente por **Bruno Barbosa de Luna, Gerente**, em 10/06/2015, às 14:50, conforme art. 1º, III, "b", da Lei 11.419/2006.



Documento assinado eletronicamente por **Francisco José Bastos Santos, Superintendente**, em 10/06/2015, às 16:47, conforme art. 1º, III, "b", da Lei 11.419/2006.



A autenticidade do documento pode ser conferida no site https://sei.cvm.gov.br/conferir_autenticidade, informando o código verificador **0029294** e o código CRC **CE3C2AC1**.

Referência: Processo nº 19957.001810/2015-05

Documento SEI nº 0029294