



RELATÓRIO DE ANÁLISE SDM

Processo nº RJ-2009-2042 - Audiência Pública 05/2009

Assunto: Alterações na Instrução que rege os Fundos de Investimento em Direitos Creditórios – FIDC e os Fundos de Investimento em Cotas de Fundos de Investimento em Direitos Creditórios – FIC-FIDC

1. Introdução

A minuta de instrução objeto da Audiência Pública nº 05/2009 (“Minuta”) propõe alguns aprimoramentos na divulgação periódica de informações sobre as operações de securitização disciplinadas na Instrução CVM nº 356, de 17 de dezembro de 2001, que regulamenta a constituição e o funcionamento de Fundos de Investimento em Direitos Creditórios – FIDC e de Fundos de Investimento em Cotas de Fundos de Investimento em Direitos Creditórios – FIC-FIDC.

A Minuta foi colocada em audiência pública entre os dias 18 de junho de 2009 e 18 de julho de 2009.

Para melhor descrever e comentar as manifestações dos participantes, este relatório é dividido da seguinte forma: (i) esta introdução; (ii) novidades em relação à audiência pública; (iii) participantes; (iv) sugestões; (v) comentários gerais; (vi) outras propostas; e (vii) nova instrução.

A não ser que esteja indicado de outra maneira, os títulos das seções em que se divide o presente relatório fazem referência à numeração dos dispositivos da Minuta que foi para audiência pública. Sempre que se quis fazer referência à numeração final do dispositivo, usou-se a expressão “atual []”

Este relatório foi elaborado pela Superintendência de Desenvolvimento de Mercado - SDM, com o objetivo de apresentar ao Colegiado da CVM as sugestões recebidas no processo de audiência pública e a proposta definitiva de instrução. Seu conteúdo reflete a



opinião e as interpretações de tal Superintendência e não necessariamente as da CVM. Este relatório não é aprovado pelo Colegiado ou por outras Superintendências da CVM.

2. Novidades em relação à audiência pública

Ao tempo da elaboração da Minuta, havia um grupo de trabalho composto pela CVM, Banco Central, Receita Federal, Ibracon e Anbima, cuja finalidade era propor uma reformulação das regras que disciplinam as demonstrações financeiras dos FIDC. O resultado desse trabalho foi submetido à audiência pública por meio do Edital de Audiência Pública SNC Fundos nº 01/09, cujo prazo para envio de comentários se encerrou em 27 de março de 2010.

Como, à época da Audiência Pública nº 05/2009, não se sabia quando os resultados do trabalho de tal grupo ficariam prontos, a Minuta foi elaborada na tentativa de melhorar tanto as informações qualitativas sobre os fundos, quanto alguns aspectos quantitativos que, em última instância, são trazidos dos dados contábeis dos FIDC.

Assim, algumas informações tratadas na Minuta foram também contempladas na Audiência Pública SNC Fundos nº 01/09. Em relação a esses aspectos específicos, a diferença entre as propostas trazidas pela Audiência Pública nº 05/2009 e aquelas constantes da Audiência Pública SNC Fundos nº 01/09 é fundamentalmente a periodicidade na qual a informação é prestada. A Minuta propunha que tais informações fossem enviadas no informe trimestral e a Audiência Pública SNC Fundos nº 01/09 inclui tais dados no informe mensal.

Para evitar repetições e harmonizar o objeto das duas audiências, a CVM segregou as informações entre tais informes, de modo que os dados quantitativos ficassem no informe mensal e os qualitativos no demonstrativo trimestral.

Dessa forma, o objeto desta Instrução alteradora está sensivelmente mais restrito que aquele posto em audiência pública.



Todas as sugestões relativas a dispositivos que migraram para o informe mensal serão direcionadas à Superintendência de Normas Contábeis – SNC, para apreciação no âmbito da Audiência Pública SNC Fundos N° 01/09.

Outro ponto que vale destaque é o fato de vários participantes terem questionado a inclusão, no demonstrativo trimestral, de itens semelhantes àqueles contemplados no regulamento do fundo. Mais especificamente, os participantes levantavam dois pontos. Primeiro, por que informações constantes do regulamento, cuja natureza é mais permanente que aquela dos informes periódicos, deveriam também estar nos relatórios trimestrais se, em tese, já constariam do regulamento. E também, por que a linguagem não estava exatamente igual à do art. 24 da Instrução CVM n° 356, de 2001, dispositivo que trata do regulamento do fundo. Assim outra dúvida comum dos participantes era qual a diferença entre a informação solicitada pela Minuta e aquela constante do regulamento.

Para esclarecer sua intenção, a CVM tomou duas medidas. A primeira foi fazer remissão expressa ao art. 24 da Instrução CVM n° 356, de 2001, deixando claro que as informações solicitadas eram as mesmas requeridas nos regulamentos. Em seguida, revisitou-se os comandos para indicar exatamente em que situações as informações constantes dos regulamentos dos fundos deveriam ser prestadas periodicamente.

Com essas medidas, a Instrução busca homogeneizar as informações prestadas no momento do registro do fundo e durante seu prazo de duração, nos termos dos atuais incisos V e VI. No que tange ao inciso VII, equivalente à alínea “b” do inciso X do art. 24 da Instrução CVM n° 356, de 2001, a CVM optou por dispor separadamente, restringindo as informações fornecidas a originadores que representem 10% ou mais da carteira, mantendo a coerência com o item 4.1 do Anexo III-A da Instrução CVM n° 400, de 29 de dezembro de 2003.

Por fim, a Instrução altera um artigo adicional da Instrução CVM n° 356, de 2001. No processo de revisão da Instrução CVM n° 251, de 14 de junho de 1996, que dispõe sobre as hipóteses de aplicação do rito sumário no processo administrativo (infrações de natureza objetiva), a CVM percebeu que algumas infrações à Instrução CVM n° 356, de 2001, eram consideradas simultaneamente hipóteses de infração objetiva e grave. Isto é



incompatível com o atual sistema de avaliação de infrações implementado pela CVM. Por isso, o art. 61 foi revisitado para que dele não constassem infrações de natureza objetiva.

3. Participantes

Participaram da audiência pública:

- i. ANBID – Associação Nacional dos Bancos de Investimentos;
- ii. ANDIMA – Associação Nacional das Instituições do Mercado Financeiro;
- iii. ANFIDC – Associação dos Participantes em Fundos de Investimento Creditórios, Multicedentes e Multissacados;
- iv. Credigy Soluções Financeiras Ltda.;
- v. Fitch Ratings;
- vi. Machado, Meyer, Sendacz e Ópice Advogados;
- vii. Moody's América Latina;
- viii. RCB Investimentos S.A.;
- ix. Souza, Cescon Avedissian, Barriou e Flesch Advogados;
- x. Stacchini Advogados;
- xi. SWAM – Second Wave Assets Management;
- xii. Uqbar Educação e Informação Financeira Avançada; e
- xiii. Voga Capital Ltda.

4. Sugestões

4.1 Informações sobre os direitos creditórios (art. 8º, § 3º, inciso V)

A ANBID propõe que as informações solicitadas no art. 8º, § 3º, inciso V sejam prestadas nos demonstrativos trimestrais, fazendo referência a cada um dos meses do trimestre em questão, já que as informações em bases mensais proporcionariam ao examinador melhor acompanhamento do fundo no período.

ANDIMA, Credigy, Souza, Cescon Advogados, SWAM e Voga sugerem que o art. 8º, § 3º, inciso V, indique uma relação taxativa das características dos direitos creditórios a



serem mencionadas nos demonstrativos trimestrais, trazendo uniformidade e padronização, de modo a evitar incertezas e inseguranças no mercado.

O Souza, Cescon Advogados sugere que se insira um novo parágrafo ao referido artigo para outras informações que o administrador julgue relevantes.

As informações quantitativas previstas na Minuta foram transferidas do demonstrativo trimestral para o informe mensal e, por isso, as sugestões pertinentes a tais itens serão encaminhadas para a SNC no âmbito da Audiência Pública SNC Fundos N° 01/09. Assim, o comentário perdeu o objeto para os efeitos do presente relatório.

Cabe esclarecer, no entanto, que as informações mantidas nos incisos do § 3° do art. 8° servem apenas como um parâmetro mínimo para o administrador, que deve fornecer, nos demonstrativos trimestrais, todas as informações relevantes relacionadas às características dos direitos creditórios.

4.1.1 Direitos creditórios adquiridos e alienados no período (art. 8°, § 3°, inciso V, alínea ‘a’)

A ANBID sugere a divisão das informações contidas na alínea ‘a’, segregando, assim, as informações referentes à aquisição de direitos creditórios das informações sobre alienação. Sugere, ainda, a realocação do conteúdo disposto no inciso XIV (informações sobre taxas de desconto) para este inciso V.

Com relação às aquisições de direitos creditórios, a participante solicita a inserção de “*eventuais taxas médias de aquisição dos direitos creditórios ponderadas pelo volume*”, substituindo o termo “*taxa de desconto*” previsto no art. 8°, § 3°, inciso XIV, pelo termo “*taxa de aquisição*”, já que nem todos os direitos creditórios sofreriam desconto em sua remuneração original.

No tocante ao conteúdo disposto no art. 8°, § 3°, inciso XIV (realocado para o inciso V), quanto à alienação, a ANBID sugere a substituição do termo “*taxa de desconto*” pelo valor contábil dos direitos creditórios alienados, já que a informação sobre a taxa de



desconto seria de apuração complexa, e o valor contábil possibilitaria a comparação com os valores pelos quais os direitos creditórios foram efetivamente alienados.

A ANDIMA propõe que a divulgação das informações referentes à quantidade e ao valor total da alienação e aquisição de direitos creditórios seja feita de forma agregada.

As informações quantitativas previstas na Minuta foram transferidas do demonstrativo trimestral para o informe mensal e, por isso, as sugestões pertinentes a tais itens serão encaminhadas para a SNC no âmbito da Audiência Pública SNC Fundos N° 01/09. Assim, os comentários perderam o objeto para os efeitos do presente relatório.

A ANFIDC sugere a criação de dispositivo que obrigue o administrador a informar a quem foram alienados os direitos creditórios (se a cedente ou pessoas ligadas, empresa especializada de créditos ou pessoas ligadas, ou outros).

As informações quantitativas previstas na Minuta foram transferidas do demonstrativo trimestral para o informe mensal e, por isso, as sugestões pertinentes a tais itens serão encaminhadas para a SNC no âmbito da Audiência Pública SNC Fundos N° 01/09.

Sem embargo, no âmbito do demonstrativo trimestral, a CVM alterou o atual inciso XIII para refletir a sugestão da participante.

4.1.2 Taxas de juros ou de retorno incidentes sobre os direitos creditórios (art. 8º, § 3º, inciso V, alínea ‘b’)

A ANBID sugere que a exigência acerca das taxas de juros ou de retorno incidentes sobre os direitos creditórios seja substituída pela informação de quantidade e valor das cotas de todas as classes do fundo, já que tais dados possibilitariam *“ao investidor uma melhor análise do comportamento do fundo, facilitando a visualização de novos aportes e resgates de cotas seniores e subordinadas e, também, a análise de retorno total da carteira de FIDCs, incluindo não só a carteira de direitos creditórios, mas também o retorno de outros ativos e o impacto das despesas inerentes do fundo”*.



Ainda segundo a participante, a informação sobre as taxas de juros ou de retorno traria custos elevados e benefícios relativos, por se tratar de informação com grau elevado de complexidade para sua geração e interpretação, uma vez que uma carteira de recebíveis poderia ser composta por ativos com múltiplas remunerações e por depender do prazo dos ativos.

A ANDIMA propõe alterar a ordem das alíneas 'b' e 'c' do inciso V do § 3º do art. 8º, bem como substituir a exigência de informações sobre as taxas de juros ou de retorno incidentes sobre os direitos creditórios por informações sobre: (i) as taxas de juros dos direitos creditórios de forma segregada, pelos diferentes índices de remuneração que possam compor a carteira; ou (ii) a rentabilidade composta da carteira, a partir do comportamento das diferentes classes de cota (sênior e subordinada) no trimestre.

As informações quantitativas previstas na Minuta foram transferidas do demonstrativo trimestral para o informe mensal e, por isso, as sugestões pertinentes a tais itens serão encaminhadas para a SNC no âmbito da Audiência Pública SNC Fundos N° 01/09. Assim, os comentários perderam o objeto para os efeitos do presente relatório.

A ANFIDC sugere inserir dispositivo obrigando o administrador a detalhar o custo contábil e o valor de recompra dos créditos. Esta informação poderia ser fornecida de duas maneiras: (i) com base na média, para cedentes com concentração de até 1% dos direitos creditórios do FIDC¹; ou (ii) discriminando cedente por cedente, para aqueles com concentração superior a 1% dos direitos creditórios do fundo.

A participante defende ainda que seja enviado para a CVM um arquivo detalhando as informações requeridas título por título.²

¹ Nota da SDM: as regras da CVM que tratam das informações disponíveis nos prospectos das ofertas públicas de distribuição de cotas de FIDC, em especial aquelas descritas no item 4 do Anexo III-A à Instrução CVM nº 400, de 29 de dezembro de 2003, não exigem a divulgação de qualquer informação dos cedentes que representem menos de 10% da carteira. Para aqueles que representam entre 10 e 20% da carteira, descrevem-se informações gerais do negócio e, somente para aqueles cuja concentração exceder 20%, exigem-se informações mais detalhadas, inclusive demonstrações financeiras auditadas.

² Nota da SDM: via de regra, os relatórios enviados à CVM pelos administradores de FIDC são públicos, tendo em vista o disposto no art. 8º, § 2º, da Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976. A CVM tem a



A Uqbar sugere que a redação do art. 8º, § 3º, inciso V, alínea ‘b’ fique clara no sentido de que a taxa de juros ou de retorno deve ser fornecida por carteira de direitos creditórios adquirida, ou seja, por conjunto de direitos creditórios que apresentem características comuns.

A RCB entende que, em virtude da própria natureza dos direitos de crédito, os FIDC que tenham como objetivo aplicar seus recursos preponderantemente em direitos de crédito inadimplidos não necessitariam divulgar, nos relatórios trimestrais, as informações sobre as taxas de juros ou de retorno incidentes sobre os direitos creditórios da carteira.

As informações quantitativas previstas na Minuta foram transferidas do demonstrativo trimestral para o informe mensal e, por isso, as sugestões pertinentes a tais itens serão encaminhadas para a SNC no âmbito da Audiência Pública SNC Fundos N° 01/09. Assim, os comentários perderam o objeto para os efeitos do presente relatório.

Credigy, SWAM e Voga entendem que os fundos exclusivos, por contarem com uma participação mais ativa dos investidores, não necessitariam divulgar, nos demonstrativos trimestrais, diversas informações propostas, dentre elas as taxas de juros ou de retorno incidentes sobre os direitos creditórios.

Em reunião realizada em 21 de fevereiro de 2006, o Colegiado entendeu não haver nem necessidade nem possibilidade de registro na CVM de fundos de investimento em geral cujas cotas destinem-se à colocação privada. Na mesma decisão, o Colegiado diz que se, em busca da segurança jurídica decorrente da existência de regulamentação, ou por qualquer outra razão lícita, os administradores registrarem seus fundos junto à CVM, tais fundos devem se sujeitar a todos os ônus inerentes a fundos registrados, inclusive informacionais.

As informações divulgadas pelos fundos de investimento são utilizadas tanto pelos investidores, quanto pelos reguladores e autorreguladores em suas funções de supervisão e

prerrogativa de solicitar informações adicionais ao administrador do fundo, inclusive negócio a negócio, se entender necessário, nos termos do art. 9º da Lei nº 6.385, de 1976.



fiscalização. Assim, ainda que algumas regras possam ser mais flexíveis para investidores qualificados, como é o caso de investidores de fundos exclusivos, informações sobre as características desses veículos devem estar disponíveis para que os reguladores e autorreguladores possam adequadamente desempenhar suas funções.

Além disso, aplicando-se um paralelo com a Instrução CVM nº 409, de 18 de agosto de 2004 ou com a Instrução CVM nº 472, de 31 de outubro de 2008, não há previsão de qualquer desconto regulatório na divulgação de informações periódicas ou eventuais para fundos exclusivos.

Pelas razões expostas, a sugestão não foi aceita.

4.1.3 Prazos de vencimento, períodos de amortização e finalidade dos direitos creditórios (art. 8º, § 3º, inciso V, alínea ‘c’)

ANBID e ANDIMA sugerem que a disponibilização das informações sobre prazos de vencimento dos direitos creditórios seja feita em intervalos pré-definidos.

Para a ANBID, estas informações devem estar acompanhadas dos respectivos volumes, utilizando-se como padrão os intervalos de tempo estabelecidos na Resolução do Conselho Monetário Nacional nº 2.682, de 21 de dezembro de 1999. A proposta de criação de três faixas adicionais de 360, 720 e 1080 dias se justifica pela característica de uma gama grande de títulos, como por exemplo, as cédulas de crédito bancário.

Adicionalmente, ANBID e ANDIMA propõem a exclusão da referência aos períodos de amortização dos direitos creditórios. Segundo a ANBID, esta informação já estaria incluída no fluxo de vencimentos do fundo, pois quando um FIDC adquire um direito que possua amortizações intermediárias, estas amortizações, para fins de prazo de vencimento, são consideradas no fluxo de vencimentos.

A Uqbar sugere que as informações referentes aos prazos de vencimento, períodos de amortização e finalidade dos direitos creditórios sejam substituídas pelo fluxo de caixa da carteira de créditos adquirida.



Finalmente, a RCB entende que, em virtude da própria natureza dos direitos de crédito, os FIDC que tenham como objetivo aplicar seus recursos preponderantemente em direitos de crédito inadimplidos não necessitariam divulgar, nos relatórios trimestrais, as informações sobre prazos de vencimento, períodos de amortização e finalidade dos direitos creditórios.

As informações quantitativas previstas na Minuta foram transferidas do demonstrativo trimestral para o informe mensal e, por isso, as sugestões pertinentes a tais itens serão encaminhadas para a SNC no âmbito da Audiência Pública SNC Fundos N° 01/09. Assim, os comentários perderam o objeto para os efeitos do presente relatório.

A ANBID sugere a exclusão da referência à finalidade dos direitos creditórios, já que esta informação constaria da documentação do fundo, nos termos do art. 24, inciso X, alínea 'a', da Instrução CVM n° 356, de 2001.

Em se tratando de FIDC com prerrogativa para aquisição de direitos creditórios de diversas naturezas, a ANBID propõe que a exigência de informação sobre a finalidade dos direitos creditórios seja incluída no art. 8º, § 3º, inciso VI.

A CVM entende necessária a referência à natureza dos direitos creditórios, tendo em vista: (i) possíveis alterações na política utilizada pelo fundo para aquisição dos direitos creditórios; e (ii) as diversas estruturas de fundos multicedentes e multissegmentos, que desconhecem as carteiras que serão adquiridas no momento do pedido de registro do FIDC.

Por essas razões, a CVM acredita que o comentário seja parcialmente pertinente, uma vez que esse requisito não deve ser exigido se o fundo já disponibilizou tal informação quando do pedido de registro e não alterou sua política ao longo do trimestre correspondente.

A redação do atual inciso V reflete o entendimento acima.



ANDIMA, Machado, Meyer Advogados, Souza, Cescon Advogados e Uqbar demonstraram preocupação com a clareza do conceito da expressão “*finalidade dos direitos creditórios*”. Na mesma linha, o Stacchini Advogados propõe que se substitua por “finalidades dos direitos creditórios em relação aos objetivos do fundo”.

Segundo a ANDIMA, a referida expressão deveria ser substituída por “*natureza dos direitos creditórios*”, enquanto que o Souza, Cescon Advogados acredita que seria melhor utilizar a expressão “*origem dos direitos creditórios*”.

O comentário é pertinente, no entanto, os ajustes sugeridos exigiriam uma alteração também no art. 24 para que se mantivesse a coesão entre os comandos. Como, o art. 24 não foi objeto de audiência pública, as sugestões foram anotadas e devem fazer parte da próxima revisão da Instrução CVM nº 356, de 2001.

4.1.4 Descrição das garantias (art. 8º, § 3º, inciso V, alínea ‘d’)

A ANBID propõe a exclusão do art. 8º, § 3º, inciso V, alínea ‘d’, e sugere que se transfira a obrigação de descrever as garantias previstas nesse dispositivo para o art. 8º, § 3º, inciso VI, exclusivamente para os fundos de diversas naturezas.

A ANDIMA entende que a necessidade de divulgação trimestral só deveria alcançar as alterações ou inclusões de garantias, já que as garantias inicialmente previstas estariam divulgadas no regulamento e no prospecto do fundo.

O Souza, Cescon Advogados sugere uma nova redação para o art. 8º, § 3º, inciso V, alínea ‘d’, a fim de que os demonstrativos trimestrais passem a descrever “*as garantias eventualmente previstas para o conjunto de ativos integrantes da carteira do Fundo quando da elaboração do respectivo demonstrativo trimestral*”.

A CVM revisitou o dispositivo prevendo apenas a divulgação de alterações de garantias.



A Uqbar propõe a alteração da redação do art. 8º, § 3º, inciso V, alínea ‘d’, para incluir o valor em Reais das garantias por tipo de ativo.

As informações quantitativas previstas na Minuta foram transferidas do demonstrativo trimestral para o informe mensal e, por isso, as sugestões pertinentes a tais itens serão encaminhadas para a SNC no âmbito da Audiência Pública SNC Fundos Nº 01/09. Assim, o comentário perdeu o objeto para os efeitos do presente relatório.

4.2 Descrição da forma como se operou a cessão dos direitos creditórios para o fundo (art. 8º, § 3º, inciso VI)

A ANDIMA sugere retirar a parte final do dispositivo (“*indicação acerca do caráter definitivo, ou não, da cessão*”) e entende como contratos relevantes “*a existência de prerrogativas e/ou obrigações estabelecidas com o cedente que possam afetar a carteira, como a possibilidade de recompra dos direitos creditórios, a detenção de cotas subordinadas, a consolidação contábil do balanço, entre outras*”.

A CVM considera importante que o investidor seja informado sobre o caráter definitivo ou não da cessão (**true sale**) e também não entende conveniente enumerar exemplos de contratos relevantes de uma operação de securitização no corpo da norma.

Por essa razão, a redação original foi mantida.

Credigy, SWAM e Voga entendem que os fundos exclusivos, por contarem com uma participação mais ativa dos investidores, não necessitariam divulgar, nos demonstrativos trimestrais, diversas informações propostas, dentre elas a forma como se operou a cessão dos direitos creditórios ao fundo.

Vide comentário do item 4.1.2 acima.

4.3 Indicação dos níveis de concentração dos direitos creditórios (art. 8º, § 3º, inciso VII)



ANBID, ANDIMA, Credigy, SWAM e Voga sugerem a definição de uma métrica para a divulgação dos níveis de concentração dos devedores, porque a indicação por devedor seria inviável para fundos cujos direitos creditórios sejam devidos por um grande número de devedores.

A ANBID propõe a omissão do nome dos devedores/sacados tendo em vista que tal divulgação poderia trazer riscos ao fundo e ao administrador, no que se refere ao sigilo bancário. Acredita também que a simples menção da quantidade de devedores e o respectivo montante devido já permitiria uma *“adequada avaliação dos níveis de concentração do fundo e a avaliação de eventos de stress caso os maiores devedores apresentem algum risco de não pagamento”*.

ANBID e ANDIMA sugerem que se divulgue apenas o nível de concentração dos 25 maiores devedores, enquanto que Credigy, SWAM e Voga defendem a divulgação dos níveis de concentração dos 10 maiores.

As informações quantitativas previstas na Minuta foram transferidas do demonstrativo trimestral para o informe mensal e, por isso, as sugestões pertinentes a tais itens serão encaminhadas para a SNC no âmbito da Audiência Pública SNC Fundos N° 01/09. Assim, os comentários perderam o objeto para os efeitos do presente relatório.

4.4 Descrição dos critérios adotados pelo originador para concessão dos créditos (art. 8º, § 3º, inciso VIII)

Para a ANBID o comando proposto só é adequado naquelas circunstâncias em que o volume de direitos creditórios de um mesmo originador represente mais de 10% do patrimônio líquido da carteira do fundo, tendo em vista que a mudança no critério de concessão de crédito de um originador menos relevante traria um impacto insignificante para o risco da carteira.

A ANDIMA sugere que sejam descritas apenas as alterações nos critérios adotados pelo originador para concessão dos créditos no trimestre objeto do relatório. Já os fundos



multicedentes deveriam informar a totalidade dos critérios adotados pelo originador na concessão dos créditos adquiridos no trimestre.

Na mesma linha, o Souza, Cescon Advogados sugere a alteração da redação do art. 8º, § 3º, inciso VIII, para que o dispositivo passe a vigorar com a seguinte redação “*descrição dos principais critérios adotados pelo originador para concessão dos créditos que originaram os direitos creditórios adquiridos pelo Fundo no trimestre;*”.

As sugestões são pertinentes e estão refletidas na Instrução.

A ANDIMA chama atenção, ainda, para a limitada capacidade do administrador de assegurar a qualidade da informação, exigindo-se auditoria dos dados e custo adicional para os fundos.

Credigy, SWAM e Voga sugerem a exclusão da obrigação de descrição dos critérios adotados pelo originador para concessão de crédito, porque tal obrigatoriedade prejudicaria os fundos que possuem direitos creditórios originados por múltiplos cedentes.

A CVM acredita que as alterações feitas no dispositivo mitigam as questões levantadas pelos participantes, tendo em vista que a informação será limitada àqueles originadores cujos créditos representem 10% ou mais da carteira do fundo.

A RCB entende que, em virtude da própria natureza dos direitos de crédito, os FIDC que tenham como objetivo aplicar seus recursos preponderantemente em direitos de crédito inadimplidos não necessitariam divulgar, nos relatórios trimestrais, as informações sobre os critérios adotados pelo originador para a concessão dos créditos.

A sugestão é pertinente e está refletida na Instrução.

A CVM acrescentou o § 9º ao art. 8º, para excepcionar a aplicação dos atuais incisos V e VI (natureza dos direitos creditórios e cobrança), VII (originadores), X e XI (pré-pagamento), do § 3º do art. 8º, para aqueles fundos cujos direitos creditórios sejam representativos de contratos mercantis de compra e venda de produtos, mercadorias e/ou



serviços para entrega ou prestação futura; ou que invistam em direitos creditórios vencidos e pendentes de pagamento quando de sua cessão para o fundo.

4.5 Informações sobre inadimplementos, perdas ou pré-pagamentos de créditos (art. 8º, § 3º, inciso IX)

A ANBID defende a exclusão do art. 8º, § 3º, inciso IX, uma vez que as informações relativas aos inadimplementos e perdas dos créditos que compõem o patrimônio do fundo já seriam prestadas no informe mensal e a obrigatoriedade de informar sobre os pré-pagamentos dos créditos já estaria presente no art. 8º, § 3º, inciso X.

A ANDIMA sugere que sejam fornecidas informações quantitativas referentes aos créditos alienados pelo fundo antes ou após seu vencimento.

A ANFIDC propõe que se obrigue o administrador a informar sobre os inadimplementos, perdas ou pré-pagamentos por sacado e por cedente dos créditos.³

A Fitch propõe a padronização das medidas para monitorar a performance dos direitos creditórios, com a apresentação dos índices de inadimplência utilizando o saldo devedor dos financiamentos (o valor principal das parcelas vencidas e não pagas e das parcelas a vencer de um mesmo devedor) para, assim, refletir de forma mais apropriada o desempenho da carteira.

Credigy, SWAM e Voga entendem que os fundos exclusivos, por contarem com uma participação mais ativa dos investidores, não necessitariam divulgar, nos demonstrativos trimestrais, diversas informações propostas, dentre elas as estatísticas de inadimplementos, perdas ou pré-pagamento de créditos.⁴

A RCB entende que, em virtude da própria natureza dos direitos de crédito, os FIDC que tenham como objetivo aplicar seus recursos preponderantemente em direitos de crédito

³ Idem a nota 1.

⁴ Vide comentário do item 4.1.2.



inadimplidos não necessitariam divulgar, nos relatórios trimestrais, as informações sobre as estatísticas de inadimplementos, perdas ou pré-pagamentos de créditos.

As informações quantitativas previstas na Minuta foram transferidas do demonstrativo trimestral para o informe mensal e, por isso, as sugestões pertinentes a tais itens serão encaminhadas para a SNC no âmbito da Audiência Pública SNC Fundos N° 01/09. Assim, os comentários perderam o objeto para os efeitos do presente relatório.

4.6 Informações sobre pré-pagamentos de créditos (art. 8º, § 3º, inciso X)

A Moody's alega que o pré-pagamento pode representar um risco de fluxo de caixa importante, principalmente no caso de empréstimos com juros pré-fixados e de longo prazo, em que os direitos creditórios são geralmente cedidos com um ágio significativo sobre o valor do principal.

Assim, sugere a obrigatoriedade das seguintes informações adicionais referentes ao pré-pagamento dos direitos creditórios:

“(i) pré-pagamentos incorridos no período de divulgação de resultados e os pré-pagamentos cumulativos desde o fechamento da operação;

(ii) quando aplicável, discriminação por tipo de pré-pagamento;

(iii) o impacto bruto dos pré-pagamentos (o impacto de cada período deve ser quantificado e demonstrado, bem como o impacto cumulativo desde o início da operação);

(iv) descrição de qualquer ação tomada pelo originador para suportar a operação como um resultado do pré-pagamento (ex.: adiantamento de caixa voluntário, venda de um novo direito creditório); e

(v) divulgação do impacto sobre os gatilhos, caso a operação não tivesse recebido suporte.”



As informações quantitativas previstas na Minuta foram transferidas do demonstrativo trimestral para o informe mensal e, por isso, as sugestões pertinentes a tais itens serão encaminhadas para a SNC no âmbito da Audiência Pública SNC Fundos N° 01/09.

No entanto, ao analisar os pleitos da participante em relação às informações qualitativas, itens (iii) e (v), a CVM esclarece que optou por requerer, nesse demonstrativo, apenas informações do próprio trimestre. Não são solicitados dados desde o início das operações (vide comentário no item 5 deste relatório).

A CVM entende que o aprimoramento do informe mensal em conjunto com a descrição do impacto do pré-pagamento sobre a rentabilidade e o patrimônio líquido são suficientes para que o investidor de FIDC, por imposição da regulamentação, um investidor qualificado, avalie seu impacto sobre os gatilhos (eventos de avaliação e de liquidação).

O Souza, Cescon Advogados sugere a exclusão da parte final do dispositivo “com indicação de possíveis efeitos desses pré-pagamentos sobre a rentabilidade da carteira”.

A CVM entende que é essencial a indicação dos possíveis efeitos do pré-pagamento sobre a rentabilidade da carteira, para que o investidor esteja informado sobre a real situação financeira do fundo.

No entanto, a CVM revisitou o dispositivo, de modo a deixar claro que pretende que os administradores calculem o impacto dos eventos de pré-pagamento tanto no patrimônio líquido do fundo, quanto na rentabilidade da carteira, bem como apresentem uma análise de tal impacto.

Por essa razão, a redação foi mantida.

Credigy, SWAM e Voga entendem que os fundos exclusivos, por contarem com uma participação mais ativa dos investidores, não necessitariam divulgar, nos demonstrativos



trimestrais, diversas informações propostas, dentre elas a situação de pré-pagamento dos direitos creditórios.

Vide comentário no item 4.1.2 acima.

4.7 Informações sobre as recompras realizadas pelo cedente (art. 8º, § 3º, inciso XI)

ANBID e Souza, Cescon Advogados sugerem a exclusão da obrigação de fornecer informações acerca do impacto de uma possível descontinuidade da prática de recompra de crédito, uma vez que tal informação já constaria nos fatores de risco descritos no prospecto do fundo.

É necessário que os demonstrativos trimestrais contendam informações sobre o impacto no fundo de uma possível descontinuidade da prática de recompra de crédito. Isto porque a CVM entende que as informações trazidas na documentação inicial do fundo não são suficientes para manter o investidor atualizado sobre a situação patrimonial e financeira do fundo por toda sua existência.

No entanto, a CVM revisitou o dispositivo, de modo a deixar claro que pretende que os administradores calculem o impacto da alienação de direitos creditórios (seja venda ou permuta) tanto no patrimônio líquido do fundo, quanto na rentabilidade da carteira, bem como apresentem uma análise de tal impacto.

A ANFIDC propõe que, em se tratando de fundo multicedente, sejam informadas também as recompras feitas por empresa especializada de análise, gestor, administrador ou por pessoas e instituições a eles ligadas.

A CVM revisitou o dispositivo e acredita ter atendido ao pleito da participante.

O Machado, Meyer Advogados sugere que a obrigatoriedade de informação constante no art. 8º, § 3º, inciso XI, trate também das permutas feitas pelo fundo com os direitos creditórios de sua carteira, bem como exija expressamente o motivo da recompra ou



permuta e os possíveis efeitos que a não realização desta operação geraria na carteira do fundo. Para o participante, tais informações ajudariam o cotista a entender se o mecanismo da permuta teria sido usado como forma de encobrir ineficiências da carteira.

Neste sentido, a Fitch sugere que o administrador do FIDC, além de prestar informações sobre a quantidade e volume dos direitos creditórios recomprados, apresente também o motivo da recompra, bem como explicita as condições financeiras em que os direitos creditórios foram recomprados.

As informações quantitativas previstas na Minuta foram transferidas do demonstrativo trimestral para o informe mensal e, por isso, as sugestões pertinentes a tais itens serão encaminhadas para a SNC no âmbito da Audiência Pública SNC Fundos N° 01/09. Assim, os comentários perderam o objeto para os efeitos do presente relatório.

Com relação às informações a respeito das condições financeiras em que os direitos creditórios foram recomprados, a Uqbar sugere que a redação do art. 8º, § 3º, inciso XI, deixe claro que, dentre as informações referentes à recompra de direitos creditórios, esteja o preço de aquisição por crédito.

As informações quantitativas previstas na Minuta foram transferidas do demonstrativo trimestral para o informe mensal e, por isso, as sugestões pertinentes a tais itens serão encaminhadas para a SNC no âmbito da Audiência Pública SNC Fundos N° 01/09. Assim, o comentário perdeu o objeto para os efeitos do presente relatório.

A Moody's sugere que as seguintes informações sobre a substituição e recompra de direitos creditórios sejam obrigatórias:

“(i) a demonstração de desempenho da carteira desconsiderando as operações de recompra;

(ii) a demonstração do status de inadimplência no momento da recompra/substituição, bem como o desempenho subsequente dos ativos recomprados/substituídos desde o início da operação;



(iii) a declaração do originador da motivação das recompras ou substituições;

(iv) a demonstração do impacto cumulativo das substituições/recompras nos gatilhos da operação; e

(v) o impacto econômico de operações de recompra, através de um cálculo “profit-and-loss” (informação a ser revelada em conjunto com este cálculo poderá incluir preço de aquisição, taxa de desconto utilizada para recompra, taxa de desconto de cessão original).”

A CVM revisitou os comandos da Minuta e acredita ter atendido parcialmente ao pleito da participante, em especial, em relação às informações qualitativas.

Credigy, SWAM e Voga entendem que os fundos exclusivos, por contarem com uma participação mais ativa dos investidores, não necessitariam divulgar, nos demonstrativos trimestrais, diversas informações propostas, dentre elas o valor total de recompras realizadas pelo cedente ou pessoa a ele ligada.

Vide comentário no item 4.1.2 acima.

4.8 Informação sobre fatos que possam afetar a regularidade dos fluxos de pagamento (Art. 8º, § 3º, inciso XIII)

A ANBID sugere a exclusão do art. 8º, § 3º, inciso XIII, já que as informações referentes aos fatos que possam afetar a regularidade dos fluxos de pagamento devem ser divulgadas como fato relevante imediatamente, nos termos da Instrução CVM nº 356, de 2001.

A CVM entende que o demonstrativo trimestral deve ser um documento hábil a fornecer informações históricas sobre o fundo no trimestre correspondente. Por isso, é importante que tal demonstrativo contenha a descrição dos fatos que afetaram a regularidade dos fluxos de pagamento naquele referido período.



Assim, a redação foi ajustada para esclarecer que somente precisam ser descritos os fatos ocorridos no trimestre.

4.9 Informação sobre taxas de desconto (Art. 8º, § 3º, inciso XIV)

ANBID, ANDIMA e Souza, Cescon Advogados defendem a exclusão do art. 8º, § 3º, inciso XIV.

Para ANBID, nos termos do disposto no item 4.1.1 deste relatório, a informação referente à taxa de desconto deve ser substituída por taxa média de aquisição e apresentada juntamente com as informações previstas no art. 8º, § 3º, inciso V, alínea 'a'.

Por sua vez, a ANDIMA propõe que a informação sobre as taxas de desconto praticadas deve ser fornecida em uma nova alínea do art. 8º, § 3º, inciso V, de forma que as informações sobre os direitos creditórios sejam agregadas.

Já o Souza, Cescon Advogados entende que não faria sentido a divulgação, nos demonstrativos trimestrais, das taxas de desconto praticadas pelos administradores de FIDC na aquisição ou alienação de direitos creditórios integrantes da carteira do fundo, porque, para o investidor, a taxa de desconto praticada estaria refletida no rendimento das cotas do fundo.

A RCB alega que a divulgação de informações sobre taxas de desconto praticadas em operação de aquisição de direitos de crédito inadimplidos pode prejudicar o processo de negociação entre cedente e comprador. Assim, sugere que a divulgação seja feita apenas para a CVM e os cotistas do fundo.⁵

As informações quantitativas previstas na Minuta foram transferidas do demonstrativo trimestral para o informe mensal e, por isso, as sugestões pertinentes a tais itens serão encaminhadas para a SNC no âmbito da Audiência Pública SNC Fundos N°

⁵ Idem a nota 2.



01/09. Assim, os comentários perderam o objeto para os efeitos do presente relatório.

Credigy, SWAM e Voga entendem que os fundos exclusivos, por contarem com uma participação mais ativa dos investidores, não necessitariam divulgar, nos demonstrativos trimestrais, diversas informações propostas, dentre elas as taxas de desconto praticadas pelos administradores do Fundo na aquisição e alienação de direitos creditórios.

Vide comentário no item 4.1.2.

4.10 Divulgação, na página eletrônica do administrador, de comunicações relativas ao fundo (Art. 53-A)

Credigy, Souza, Cescon Advogados, SWAM e Voga entendem que, no caso de fundos exclusivos, o administrador deveria limitar-se a divulgar as informações relativas ao fundo apenas aos respectivos cotistas e à CVM.

Nesta mesma linha, a RCB sugere que os FIDC destinados exclusivamente a investidores qualificados, com aplicação mínima de R\$ 1.000.000,00 e que possuam menos de 20 investidores deveriam divulgar as informações apenas aos cotistas e à CVM.

Vide comentário no item 4.1.2.

A Uqbar solicita a substituição da palavra “comunicação” por “informação”, de modo a deixar claro que o envio de qualquer informação relativa ao fundo constitui uma comunicação, bem como explicitar claramente que, dentre os terceiros cobertos por este artigo, estariam as agências de classificação de risco e associações de classe.

O comando foi revisitado e a nova redação procura deixá-lo mais próximo do art. 68, § 3º, da Instrução CVM nº 409, de 2004. A CVM acredita ter atendido ao pleito da participante.

4.11 Data de início da vigência da instrução (Art. 3º)



A ANBID sugere que a CVM inclua um prazo mínimo de 180 dias para adaptação das disposições trazidas pela Minuta, bem como estabeleça claramente o trimestre a partir do qual as novas informações serão devidas.

A sugestão é pertinente e está refletida na Instrução.

5. Comentários gerais

A Uqbar entende que a proposta de divulgar as informações adicionais nos demonstrativos trimestrais é de pouca praticidade, já que um investidor, para fazer uma análise básica de seu fundo, teria que acessar a documentação de todos os outros fundos, de modo a compará-las. Assim, não adiantaria tornar as informações adicionais disponíveis, se estas não forem recentes, padronizadas, compiladas e analisadas de forma eficiente.

Assim, sugere que o fornecimento das informações adicionais propostas tenha periodicidade de acordo com a sua natureza, sendo as informações quantitativas fornecidas mensalmente, enquanto que as informações qualitativas poderiam ser fornecidas trimestralmente.

Na mesma linha, a Moody's recomenda que a CVM defina uma padronização de informações de monitoramento e o formato da apresentação a ser divulgada pelos emissores, de modo a permitir: (i) a comparação do desempenho entre originadores e entre operações de securitização; e (ii) a avaliação do desempenho relativo das carteiras de ativos que lastreiam as securitizações.

Vide item 2 do presente relatório.

O Souza, Cescon Advogados entende apropriado mencionar expressamente que as informações sobre (i) a forma como se operou a cessão dos direitos creditórios ao fundo (art. 8º, § 3º, inciso VI); (ii) os inadimplementos, perdas ou pré-pagamentos dos créditos (art. 8º, § 3º, inciso IX); (iii) a situação de pré-pagamento dos direitos creditórios (art. 8º, § 3º, inciso X); (iv) as recompras realizadas pelo cedente ou pessoa a ele ligada (art. 8º, § 3º, inciso XI); (v) eventos que acarretem a amortização antecipada dos direitos creditórios (art.



8º, § 3º, inciso XII); e (vi) fatos que possam afetar a regularidade dos fluxos de pagamento previstos (art. 8º, § 3º, inciso XIII); referem-se exclusivamente ao trimestre objeto de análise, evitando assim quaisquer questionamentos futuros.

A sugestão é pertinente e o texto do § 3º do art. 8º foi alterado de modo a atender ao pleito do participante.

O participante defende também que o papel do administrador, na elaboração do demonstrativo trimestral, deveria ser meramente informativo, deixando a cargo de cada investidor a análise dos dados apresentados. Para o participante, a realização de uma análise subjetiva de fatos ou informações por parte do administrador não solucionaria as questões referentes à qualidade e quantidade de informações ao mercado, bem como causaria confusão e insegurança.

O comentário deve se referir aos incisos X e XI do § 3º do art. 8º da Minuta que pedem indicação de possíveis efeitos do evento de pré-pagamento dos direitos creditórios sobre a rentabilidade da carteira e o impacto de uma possível descontinuidade da prática de recompra pelo cedente.

É importante registrar que a presente reforma visa preponderantemente elevar o grau de informações relevantes para o investidor sobre as operações de recompra e seus impactos sobre o desempenho do fundo. Para tanto, é essencial um certo grau de análise subjetiva por parte do administrador do fundo que está em melhor posição para fazê-lo que o investidor. Transformar o demonstrativo em um documento cujos dados são absolutamente objetivos, fugiria ao escopo do próprio demonstrativo.

Tal posição está em linha com as melhores práticas internacionais. No documento da IOSCO intitulado **Disclosure Principles for Public Offerings and Listings of Asset-Backed Securities**, de 2009, cujo documento final foi editado em 8 de abril de 2010, ao se exigir a divulgação de dados estatísticos da carteira de ativos, indica-se que tais informações seriam mais úteis aos investidores se fossem acompanhadas de uma explicação/narrativa clara e concisa das tendências. Assim, demonstra-se a utilidade de análise subjetiva em casos particulares.



Em razão disso, a redação original foi mantida.

A Uqbar sugere também que todas as informações das carteiras de direitos creditórios deveriam ser segregadas por tipo de ativo.

As informações quantitativas previstas na Minuta foram transferidas do demonstrativo trimestral para o informe mensal e, por isso, as sugestões pertinentes a tais itens serão encaminhadas para a SNC no âmbito da Audiência Pública SNC Fundos N° 01/09. Assim, os comentários perderam o objeto para os efeitos do presente relatório.

A Uqbar propõe, ainda, que a CVM estabeleça uma definição básica sobre cada um dos parâmetros relacionados ao desempenho de uma carteira de direitos creditórios (por exemplo, os montantes de créditos que estão em atraso/inadimplentes, perdidos ou foram pré-pagos).

As informações sobre atrasos e pré-pagamentos estarão previstas no informe mensal, de acordo com a minuta de Instrução sobre demonstrações financeiras de FIDC, que foi submetida à audiência pública SNC Fundos n° 01/09 até 27 de março de 2010.

6. Outras propostas

A ANDIMA defende que devem ser objeto de divulgação de fato relevante pelo administrador do fundo as informações sobre: (i) pré-pagamentos dos direitos creditórios (art. 8º, § 3º, inciso X); (ii) prática de recompra de direitos creditórios (art. 8º, § 3º, inciso XI); (iii) eventos que acarretem a amortização antecipada dos direitos creditórios (art. 8º, § 3º, inciso XII); e (iv) fatos que possam afetar a regularidade dos fluxos de pagamento previstos (art. 8º, § 3º, inciso XIII).

A instituição administradora do FIDC é obrigada a divulgar qualquer ato ou fato relevante relativo ao fundo, nos termos do art. 46, **caput**, da Instrução CVM n° 356, de 2001. A lista apresentada no § 1º do mesmo dispositivo é exemplificativa, cabendo ao diretor responsável avaliar e divulgar a ocorrência de outras situações relevantes.



Para a Fitch, os FIDC contabilizam os direitos creditórios dos financiamentos pelo preço de aquisição (incluindo o ágio pago), de modo que o investidor desconhece o saldo devedor real do principal da carteira pela taxa de juros do financiamento, ocasionando para o investidor:

“(i) a sobrestimação da verdadeira quantidade e valor da carteira de crédito pertencentes ao FIDC;

(ii) a sobrestimação do nível de reforço de crédito do FIDC, criando uma falsa sensação de segurança para o investidor, e

(iii) a subestimação do potencial impacto de pré-pagamentos dos direitos creditórios.”

Neste sentido, a Fitch sugere que o administrador do FIDC divulgue informações regulares sobre o saldo devedor do principal da carteira pela taxa de cessão e pela taxa de juros dos financiamentos.

As informações quantitativas previstas na Minuta foram transferidas do demonstrativo trimestral para o informe mensal e, por isso, as sugestões pertinentes a tais itens serão encaminhadas para a SNC no âmbito da Audiência Pública SNC Fundos Nº 01/09. Assim, os comentários perderam o objeto para os efeitos do presente relatório.

O Stacchini Advogados, utilizando como exemplo as usuais alterações nas características das cédulas de crédito bancário - CCB, entende que, além das informações presentes na Minuta, o fundo deveria disponibilizar, no demonstrativo trimestral, informações descrevendo:

“(i) as alterações nas principais características dos direitos creditórios (em especial, prazo de vencimento, períodos de amortização, taxa de juros e alteração, substituição ou complementação de garantias, com indicação de possíveis efeitos dessas alterações sobre a rentabilidade da carteira); e



(ii) a justificativa para a aquisição, alienação e alteração nas características dos direitos creditórios, ocorridas no correspondente trimestre, já que, além de causar efeitos sobre a rentabilidade da carteira, tais informações podem também criar uma falsa impressão de estabilidade para os cotistas do fundo.”

A CVM revisitou os dispositivos e entende que o atual inciso V do § 3º do art. 8º da Instrução CVM nº 356, de 2001 atende ao pleito do participante.

O participante sugere também a alteração da Instrução CVM n.º 409, de 2004, para melhorar a qualidade das informações divulgadas pelos fundos classificados como “Crédito Privado”, bem como das regras relativas à divulgação de fato relevante pelos fundos de investimento, previstas no art. 46 da Instrução CVM nº 356, de 2001, e no art. 72 da Instrução CVM nº 409, de 2004.

O Souza, Cescon Advogados sugere alterações em outros dispositivos da Instrução CVM nº 356, de 2001, não discutidos na Audiência Pública nº 05/2009.

A CVM analisará a conveniência de realização de nova Audiência Pública para discussão das Instruções CVM nº 356, de 2001, e 409, de 2004.

7. Nova Instrução

A Instrução incorporando as sugestões acima descritas segue anexa a este relatório.

Rio de Janeiro, 1º de junho de 2010.

LUCIANA DIAS
Superintendente de Desenvolvimento de Mercado