



RELATÓRIO DE ANÁLISE

Audiência Pública SDM nº 16/11 – Processo CVM nº RJ-2008-10842

Objeto: Minuta de Instrução sobre a atividade de classificação de risco de crédito

1. Introdução

O presente relatório é resultado da Audiência Pública nº 16/11, que recebeu comentários do público entre os dias 22 de dezembro de 2011 e 23 de fevereiro de 2012. A referida audiência previa a edição de Instrução sobre a atividade de classificação de risco de crédito.

A Minuta teve por objetivo regulamentar a atividade de classificação de risco de crédito no âmbito do mercado de valores mobiliários no Brasil, com base no art. 27 da Lei nº 6.385, de 1976, com ênfase em requisitos de registro e reconhecimento das agências, divulgação de informações, regras de conduta e controles internos.

Para melhor descrever e comentar as manifestações dos participantes, este relatório é dividido da seguinte forma: (i) introdução; (ii) participantes; (iii) comentários gerais; (iv) comentários à Minuta; (v) outros comentários; (vi) alterações de linguagem; e (vii) proposta definitiva de instrução.

Como as manifestações recebidas pela CVM durante o processo de audiência pública se encontram disponíveis na íntegra na sua página na rede mundial de computadores http://www.cvm.gov.br/port/audi/sugest/ind_sugest.asp?AudMes=16&AudAno=11&Super=SDM, com exceção das manifestações de um participante que solicitou que seus comentários fossem tratados reservadamente, todos os comentários e sugestões enviados serão citados neste relatório de forma resumida.

Este relatório foi elaborado pela Superintendência de Desenvolvimento de Mercado - SDM, com o objetivo de apresentar ao Colegiado da CVM as sugestões recebidas na Audiência Pública nº 16/2011. 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. Participantes

- i. ANBIMA - Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais;
- ii. Andrey Aurélio de Souza Côrrea;
- iii. Fitch Ratings;



- iv. Liberum Ratings Serviços Financeiros Ltda.;
- v. Lobo & de Rizzo Advogados;
- vi. Lopes Filho & Associados, Consultores de Investimento Ltda.;
- vii. Moody's América Latina;
- viii. PREVI - Caixa de Previdência dos Funcionários do Banco do Brasil;
- ix. Salusse Marangoni Advogados;
- x. SR Rating; e
- xi. Standard & Poor's Ratings Services.

Houve ainda um participante que solicitou que seus comentários fossem tratados reservadamente. Neste relatório, ele é referido pelo termo “[Sob Sigilo]”.

3. Comentários gerais

As manifestações recebidas no âmbito da audiência pública expressaram forte apoio à iniciativa da CVM de estabelecer um arcabouço regulatório específico para as agências de classificação de risco de crédito no Brasil. Ainda nesse sentido, os participantes destacaram a importância da consistência regulatória sobre as agências nas várias jurisdições e a aplicação dos princípios emanados do Código de Conduta da Organização Internacional das Comissões de Valores - OICV/IOSCO.

O Salusse Advogados solicita que se esclareça em qual âmbito são classificadas as agências de **rating** (consultores ou analistas). E como tais participantes já possuem normas desta autarquia para o desempenho de suas atividades, qual norma seguir quando se deparar com algum eventual conflito entre as normas.

As agências de classificação de risco de crédito se enquadram como analistas de valores mobiliários, nos termos do art. 27 da Lei nº 6.385, de 1976.

Não há que se falar em conflito aparente de normas, haja vista a especificidade da norma que será editada fruto da presente audiência pública.

A S&P encoraja a CVM a incluir na norma final uma provisão presente nos regimes dos EUA e da União Europeia, que afirma expressamente que, ao conduzir sua supervisão, o regulador não deve interferir no conteúdo de nenhum **rating** de crédito ou metodologias.

O comentário é pertinente e está refletido na redação do novo art. 36.



4. Comentários à Minuta

4.1 Definições (art. 1º)

4.1.1 Inciso II – Classificação de risco de crédito

A ANBIMA sugere nova redação ao dispositivo e também ao parágrafo único, de modo que seja esclarecido que a instrução não se aplica às análises realizadas para uso interno das instituições, mas somente às que são publicadas nos prospectos de distribuição.

A CVM modificou a redação do parágrafo único do art. 1º e acredita ter atendido à preocupação do participante, deixando claro que a norma se refere às classificações de risco de crédito emitidas por agências especializadas, não se aplicando às análises realizadas para uso interno de instituições financeiras ou de administradores de carteiras de valores mobiliários.

A leitura do edital de audiência pública também colabora para elucidar a aplicação da norma e seu contexto internacional.

[Sob Sigilo] entende que seria oportuna a inclusão no inciso II dos termos **rating** e/ou “notação de risco de crédito” como equivalentes à “classificação de risco de crédito”, já que estes são amplamente utilizados no mercado local.

Quanto ao termo **rating**, a CVM esclarece que apenas adota expressões em outro idioma, se não houver equivalente em língua portuguesa de uso comum no mercado, que não é o caso. Quanto ao termo “notação de risco de crédito”, a CVM não concorda que a expressão seja de amplo uso no Brasil, sendo mais usual em Portugal, como pode se observar pela leitura do Regulamento (CE) No. 1060/2009 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 16 de setembro de 2009, na versão em língua portuguesa.

Por essas razões, a redação original foi mantida.

A Liberum entende que o uso do termo “ativo financeiro” pode gerar dúvidas sobre o escopo das regras propostas. Para tanto, sugere que a palavra “financeiro” seja suprimida, sendo mantida apenas a expressão “ativo”.

A CVM não acatou a sugestão por dois motivos. Primeiro porque o dispositivo demonstra que a instrução se refere à classificação de risco de crédito no âmbito do mercado de valores mobiliários. Em segundo lugar, a Autarquia já adota, em outros normativos, a expressão “ativos financeiros” (por



exemplo, na Instrução CVM nº 409, de 18 de agosto de 2004), e considera conveniente manter, sempre que possível, a uniformidade na redação da regulamentação do mercado.

Por essa razão, a redação original foi mantida.

4.1.2 Parágrafo único – Inaplicabilidade

[Sob Sigilo] solicita esclarecer que a instrução não abrange **ratings** de qualidade de gestão, de qualidade de **servicer**, de governança corporativa, entre outros.

A Instrução abrange apenas as classificações de risco de crédito descritas no inciso I do art. 1º, quais sejam: atividades de opinar sobre a qualidade de crédito de um emissor de títulos de participação ou de dívida, de uma operação estruturada, ou qualquer ativo financeiro emitido no mercado de valores mobiliários.

Desse modo, a redação original foi mantida.

A Liberum entende que, com a redação dada ao parágrafo único, as análises de ativos que serão objeto de distribuição privada ou dispensados de oferta pública não estarão sujeitas às normas da futura instrução. Mas as agências usualmente têm acesso à informação sobre a natureza da distribuição apenas no momento de sua contratação e podem não ser comunicadas de eventual mudança na forma de colocação do ativo. O participante sugere que a CVM estabeleça que o estruturador e o distribuidor sejam obrigados a comunicar à agência a mudança ocorrida na oferta, com o objetivo de garantir a correta divulgação da classificação de risco.

Em primeiro lugar, é importante esclarecer que as ofertas dispensadas de registro na CVM, nos termos da Instrução CVM nº 476, de 16 de janeiro de 2009, são consideradas ofertas públicas. Desse modo, as classificações de risco dos títulos colocados com esforços restritos se submetem às regras ora propostas, não sendo equivalentes às ofertas privadas, como sugere o participante.

Em relação à sugestão do estabelecimento de uma obrigação de comunicação à agência sobre eventual mudança de uma distribuição privada para pública, a CVM entende que a agência deve acompanhar constantemente as classificações de risco por ela emitidas e pode incluir tal obrigação em seus contratos.

Por essas razões, a redação original foi mantida.



4.2 Atividade de classificação de risco (art. 2º)

A ANBIMA sugere que o art. 2º informe que “a atividade de classificação de risco de crédito no âmbito do mercado de capitais é privativa de agência de classificação de risco de crédito registrada ou reconhecida pela CVM”, com o objetivo de deixar claro que a instrução está regulamentando a atividade de classificação de risco, não o relatório de classificação de risco.

A CVM não acatou a sugestão porque a definição da expressão “classificação de risco de crédito” no inciso II do art. 1º, o título do capítulo II e a redação do art. 2º já deixam claro que se trata da atividade e não do relatório.

4.3 Requisitos para o registro (art. 3º)

4.3.1 Inciso II – Objeto social

[Sob Sigilo] entende que a atividade de classificação de risco de crédito deve ser a principal atividade de uma agência. No entanto, acredita que essa não deve ser a única atividade e espera que haja espaço para incluir no objeto social atividades correlatas ou complementares, como escores e classificações de qualidade de gestão e de governança corporativa.

Na mesma linha, a LF solicita que a CVM confirme o entendimento de que a pessoa jurídica registrada para realizar a atividade de classificação de risco de crédito pode realizar outras atividades, incluindo assessoria técnica, organização e análise de informações a respeito dos mercados de valores, planejamento econômico, financeiro e administrativo, etc.

LF acredita que a CVM não tenha intenção de impedir que pessoas jurídicas de pequeno porte e grande capacidade técnica e irrefutável conhecimento no mercado continuem sendo uma opção a mais disponível, e para que isso aconteça entende ser imprescindível que a pessoa jurídica registrada para realizar a atividade de classificação de risco possa prestar outros serviços para clientes que não sejam objeto de avaliação de risco, uma vez que um negócio dedicado apenas a classificação de risco não é sustentável.

A CVM modificou a redação do inciso I do art. 3º, de forma a deixar claro que não se exige que o objeto social seja exclusivamente o exercício da atividade de classificação de risco de crédito.

O art. 16, inciso XI e o item 4.2.a do Anexo 13 da Minuta permitem que a agência preste outros serviços, desde que observado o disposto no art. 22, inciso V, que veda a prestação de serviços de



consultoria ou outros serviços que possam comprometer a independência do trabalho da agência.

Assim, cabe esclarecer que as agências de classificação de risco de crédito não devem prestar serviços de consultoria, assessoria ou de aconselhamento a entidades avaliadas ou partes a elas relacionadas, no que diz respeito à sua estrutura empresarial ou jurídica, ativo, passivo ou atividades.

As agências de classificação de risco podem prestar serviços distintos da emissão de classificações de risco, como por exemplo, previsões de mercado, estimativas das tendências econômicas, análise de preços e de outros dados gerais.

As agências devem assegurar que a prestação de serviços complementares não implique conflitos de interesses com sua atividade de classificação de risco.

4.3.2 Inciso III – Administrador responsável pela agência

Liberum e [Sob Sigilo] sugerem, de forma semelhante, que o sócio majoritário seja autorizado a exercer a responsabilidade pela agência.

A redação proposta não proíbe que o sócio majoritário seja responsável pelas atividades da agência, desde que seja administrador da agência, conforme previsto no art. 3º, inciso III. O administrador responsável pode ser o diretor estatutário, o sócio gerente ou administrador não sócio que tenha poderes de gestão, dependendo do tipo societário adotado pela agência.

Por essa razão, a redação original foi mantida.

4.3.3 Inciso IV – Administrador responsável pelos controles internos

Fitch e S&P, de forma semelhante, alegam que possuem áreas de **compliance** com responsabilidades globais, com equipes sediadas fora do Brasil, e solicitam que a CVM permita que a responsabilidade pelo cumprimento de regras, procedimentos e controles internos seja atribuída a membro de departamento que pode não estar localizado no Brasil.

A CVM inseriu o § 1º ao art. 3º, prevendo que, no caso de agências de classificação de risco de crédito com atividades globais, o responsável pela supervisão do cumprimento de regras, procedimentos e controles internos e desta Instrução, previsto no inciso IV do **caput**, pode estar domiciliado no exterior, desde que obedeça às condições ali estabelecidas.



Desse modo, a CVM acredita ter atendido o pleito dos participantes.

A Moody's acredita que as responsabilidades propostas de "implementação e atendimento" sejam inconsistentes com o papel de um diretor de **compliance** independente. Segundo o participante, diretores de **compliance** estabelecem políticas e procedimentos destinados a promover o atendimento, pela agência e seus funcionários, das leis e outras exigências aplicáveis. Também podem envidar seus melhores esforços para incentivar funcionários a fazerem o que são obrigados a fazer, bem como sugerir às pessoas apropriadas internamente que sejam adotadas ações disciplinares.

No entanto, os diretores de **compliance** não implementariam as políticas, procedimentos e controles internos. Esta responsabilidade seria da linha do negócio. Além disso, não deveria haver expectativa de que os diretores de **compliance** garantam o atendimento das regras.

O participante acredita que este entendimento seja consistente com a abordagem dada pela regulamentação da União Europeia, que requer que a função de **compliance** da agência monitore e relate o atendimento, mas não exige que esta função implemente medidas para atingir o atendimento ou assegurar o atendimento pela agência às leis e políticas aplicáveis. Nos EUA, o foco das exigências regulatórias estaria no desenho das políticas e não na garantia de implementação e atendimento.

O comentário é pertinente e a CVM alterou a redação do inciso IV, contemplando o pleito do participante.

A LF entende que seria benéfica a inclusão na instrução de descrição das qualificações mínimas que deve possuir o administrador responsável pelo **compliance**.

A CVM não entende necessário incluir na instrução a descrição das qualificações mínimas do administrador responsável pelos controles internos, sendo importante destacar suas atribuições descritas no art. 26.

Por essa razão, a redação original foi mantida.

A Liberum entende que, embora a estrutura de compliance beneficie a atividade de rating, o fato de ser necessário um profissional específico para tal função irá onerar a operação da agência, impactando de forma substancial a operação daquelas de menor porte. A Liberum entende que a existência de um administrador específico poderia ser dispensada para agências de menor porte.



A CVM não acatou a sugestão por dois motivos. Primeiro porque a figura do responsável pelo **compliance** está prevista no Código de Conduta da IOSCO para as agências de classificação de risco e em praticamente todas as jurisdições. Alguns países chegam até a exigir a constituição de um departamento responsável por **compliance**.

Em segundo lugar, porque o administrador responsável pelo **compliance** age como auxiliar do órgão regulador na supervisão, desempenhando papel fundamental para manter o cumprimento das regras aplicáveis aos participantes do mercado. Esse modelo também foi adotado na Instrução CVM nº 505, de 27 de setembro de 2011, que estabelece normas e procedimentos a serem observados nas operações realizadas com valores mobiliários em mercados regulamentados de valores mobiliários, bem como na minuta que pretende substituir a instrução sobre administradores de carteiras de valores mobiliários.

Por essas razões, a redação original foi mantida.

4.3.4 Inclusão de novo parágrafo – Registro específico para avaliação de produtos estruturados

O Lobo Advogados sugere a inclusão de um parágrafo segundo ao art. 3º para que seja criado um registro específico para agências que atuem no segmento de produtos financeiros estruturados, devendo comprovar que têm experiência e recursos suficientes.

A sugestão não foi acatada, uma vez que o art. 3º, inciso V, já exige que a agência constitua e mantenha recursos humanos e tecnológicos adequados ao seu porte e à sua área de atuação, sem prejuízo da observância ao disposto nos arts. 16 a 18 da Minuta.

Por essa razão, a redação original foi mantida.

4.4 Pedido de registro (art. 4º)

A Moody's sugere que seja incorporada uma maior flexibilidade em alguns prazos relativos ao pedido de registro. Segundo o participante, dependendo do escopo e da complexidade das mudanças necessárias para o atendimento das exigências e de seu impacto potencial nas operações da empresa, a agência poderia levar um mês ou mais para determinar quais mudanças deveriam ser feitas, minutar as mudanças às políticas e procedimentos, e fazer com que vários departamentos revisassem e concluíssem as mudanças para promover a submissão à CVM.



A CVM considera que os prazos previstos na norma são, via de regra, suficientes para o atendimento das exigências e o art. 36 da Minuta já prevê que os prazos previstos no art. 4º sejam contados em dobro quando do pedido de registro das agências de classificação de risco de crédito que já estejam em funcionamento no País na data da publicação da instrução.

Casos específicos serão apreciados pela Superintendência de Relações com Investidores Institucionais - SIN, área técnica responsável pela aplicação da referida norma.

Por essas razões, a redação original foi mantida.

4.5 Reconhecimento de agências não domiciliadas no Brasil (art. 5º)

[Sob Sigilo] sugere esclarecer que este artigo não anula a supervisão da filial brasileira pela CVM e nem desobriga as agências internacionais de fazerem as divulgações regulatórias específicas dessa filial, incluindo a matriz de transição de sua escala nacional, qualificação do corpo técnico local, entre outros.

Este artigo não trata de filial brasileira de agência de classificação de risco, mas do reconhecimento pela CVM de agências de classificação de risco não domiciliadas no Brasil. Conforme estabelece o inciso II, o reconhecimento só será dado para agências que possuam os requisitos exigidos, de modo que suas classificações de risco possam ser utilizadas no mercado de valores mobiliários brasileiro.

Por essa razão, a redação original foi mantida.

O Salusse Advogados sugere que sejam detalhados: (i) quais são os poderes específicos necessários e responsabilidades do representante legal da agência estrangeira; (ii) como aplicar punições sofridas pela agência, em seu país de origem, no Brasil; e (iii) como impor as sanções locais a estas agências.

A CVM alterou a redação do inciso III para deixar mais claros os poderes necessários ao representante legal da agência não domiciliada no Brasil.

Ademais, a CVM não aplica punições sofridas pela agência estrangeira em seu país de origem, mas vale esclarecer que, se a agência perder sua autorização para atuar, não atenderá mais o inciso I do art. 5º, o que gerará o conseqüente cancelamento do reconhecimento pela CVM.



4.6 Validação de classificações de risco emitidas fora do Brasil (art. 6º)

[Sob Sigilo] sugere acrescentar que: (i) deverá ser apresentada ou feita a referência à metodologia utilizada para tal classificação, que terá de estar disponível no sítio da filial brasileira na rede mundial de computadores e preferencialmente também em língua portuguesa; e (ii) deverá ser feita referência aos relatórios desta classificação, que deverão ser disponibilizados no sítio da filial brasileira.

No caso da validação de **ratings**, apenas dois requisitos da Instrução não são exigidos, em comparação ao que se exige das agências domiciliadas no exterior reconhecidas pela CVM: (i) representante legal, respondendo o administrador responsável pela agência com domicílio no Brasil; e (ii) formulário de referência da agência estrangeira, cujos dados podem ser incorporados, de maneira segregada da atividade local, no formulário da agência endossante.

Importante esclarecer que o reconhecimento e validação das agências domiciliadas fora do Brasil difere pouco do registro das agências com domicílio local. Todas as disposições da Instrução se aplicam à agência reconhecida, inclusive a obrigatoriedade de envio anual do formulário de referência e de cumprimento das regras mínimas impostas aos relatórios de classificação de risco de crédito utilizados no mercado de valores mobiliários brasileiro.

A S&P preocupa-se com a introdução de um regime de endosso de **ratings** com tais características no Brasil, pois acredita que tal requisito não necessariamente acrescenta transparência ao mercado e não tem precedentes em nenhuma outra estrutura regulatória na região. A S&P acredita que os **ratings** atribuídos fora do Brasil pelas agências com operações globais que tenham implementados códigos, políticas e procedimentos consistentes por todas as suas práticas e localizações ao redor do mundo podem ser reconhecidos para utilização nos mercados de valores mobiliários brasileiros sem que haja a necessidade da aplicação de um teste de equivalência no regime do outro país no qual o escritório da agência que está atribuindo o **rating** se localiza.

A CVM se inspirou no modelo europeu para criar sua regra de endosso de agências domiciliadas fora do Brasil, que pretendam emitir classificações de risco no âmbito do mercado de capitais brasileiro.

A Autarquia acredita que o procedimento proposto seja adequado, porque viabiliza, de modo mais simplificado que o reconhecimento, a prestação de serviços no Brasil de afiliadas de agências registradas no país, mantendo, no entanto, a responsabilidade da agência local pelo endosso oferecido.

Por essas razões, a redação original foi mantida.



4.7 Cancelamento de ofício (art. 7º)

A S&P alega que o inciso III não é claro quanto aos “requisitos e condições mínimas para o exercício da atividade de classificação de risco”. Também solicita que a regulação forneça às agências a possibilidade de serem ouvidas durante o processo de revogação.

Os requisitos e condições mínimas para o exercício da atividade de classificação de risco são aqueles expressamente previstos na norma.

Ademais, o § 1º mostra claramente que a CVM não cancelará a autorização concedida, sem dar o direito de à agência de se manifestar. E mesmo que após o cancelamento pela área técnica, sempre caberá recurso da decisão ao Colegiado da CVM, nos termos da Deliberação CVM nº 463, de 25 de julho de 2003. Portanto, a ampla defesa está plenamente assegurada.

Por essa razão, a redação original foi mantida.

4.8 Classificações de risco emitidas por agências com autorização cancelada (art. 8º)

A ANBIMA sugere estender o prazo previsto no inciso I para 3 meses, pois em 10 dias úteis o contratante da agência não terá tempo hábil para substituição da agência de classificação de risco, que, por sua vez, também não terá tempo hábil para fazer a análise adequada do ativo financeiro.

O prazo de 10 dias úteis previsto no inciso I só vale caso exista classificação de risco de crédito do mesmo ativo financeiro ou entidade avaliada elaborada por outra agência de classificação de risco de crédito.

Caso não haja classificação de risco de crédito do mesmo ativo financeiro ou entidade avaliada elaborada por outra agência de classificação de risco de crédito, o prazo já é de 3 meses, conforme previsto no inciso II.

Por essa razão, a redação original foi mantida.

4.9 Cancelamento voluntário (art. 9º)

[Sob Sigilo] sugere a inclusão de parágrafo que deixe claro quais são as obrigações da agência após o cancelamento voluntário e qual o prazo de validade dos **ratings** por ela emitidos.



A CVM modificou a redação do § 1º, esclarecendo que a agência requerente do cancelamento do seu registro não deve mais exercer a atividade de classificação de risco no âmbito do mercado de valores mobiliários, e também deve ter descontinuado o acompanhamento de todas as classificações de risco anteriormente emitidas.

Ademais, não há que se falar em obrigações pós-cancelamento de registro, sejam eventuais ou periódicas, sem prejuízo do disposto no art. 32.

A Moody's entende que, em algumas circunstâncias, a CVM pode negar um pedido de cancelamento de registro formulado por uma agência, entretanto o artigo não especifica os motivos pelos quais a CVM poderá negar tal pedido. O participante também sugere, de forma semelhante ao comentário feito ao art. 4º, que, mediante solicitação fundamentada, possa ser concedido um prazo mais longo para o atendimento das exigências previstas no § 4º.

A CVM pode indeferir o pedido de cancelamento voluntário do registro caso a agência deixe de atender algum dispositivo previsto na regulamentação, ou a declaração exigida apresente falhas ou fique comprovado que a agência ainda exerce sua atividade no mercado de valores mobiliários.

Por fim, o prazo previsto no § 4º é considerado suficiente em vista das características das exigências que podem ser apresentadas pela CVM e, assim, foi mantido na norma.

Ademais, todas as decisões da Comissão são sempre fundamentadas.

4.10 Prestação de informações (art. 10)

Fitch, Moody's e SR, em linhas gerais, alegam que a redação desse artigo ficou muito abrangente.

Fitch e Moody's manifestam o entendimento de que a classificação de risco de crédito é uma opinião, não se tratando de garantia de desempenho financeiro ou recomendação de compra e venda de ativos.

A Fitch sugere que a CVM adote padrões semelhantes aos existentes no Código de Conduta da IOSCO em lugar do padrão proposto no inciso I, do art. 10. O Código de Conduta da IOSCO sugere, na seção 1.A que “a agência e seus analistas tomem providências para evitar a emissão de quaisquer análises de crédito, ou relatórios que contenham falsas declarações, ou que de outra forma sejam enganosas quanto à situação creditícia em geral de um emissor, ou de uma obrigação.” A IOSCO também sugere que “a agência deve adotar, implementar e fazer cumprir procedimentos por escrito para garantir que as opiniões



que ela divulgue estejam baseadas em uma análise profunda de todas as informações que sejam do conhecimento da agência e relevantes para sua análise, de acordo com a metodologia de classificação de risco publicada pela agência”.

A Moody’s alega que os **ratings** são opiniões, não fatos, não podendo ser julgadas como “verdadeiras” ou “falsas”. Como os **ratings** de crédito somente analisam o risco de crédito e representam uma opinião subjetiva da agência sobre o que é relevante para uma avaliação do risco, seria inadequado julgar o **rating** de crédito de acordo com um padrão de completude.

Para a Moody’s, como os **ratings** devem ser utilizados por profissionais de mercado, seria inadequado exigir que as agências manifestem as razões que fundamentam suas opiniões de crédito em linguagem simples. Tal exigência também poderia estimular investidores a confiarem excessivamente nas classificações de risco ao invés de utilizá-las como complemento de suas próprias análises de crédito. O participante acredita que as exigências de divulgação específicas para relatórios de **rating** previstas no art. 16 da Minuta, combinadas com suas sugestões para o inciso I do art. 19, tratam dos objetivos do art. 10, que pode ser excluído.

A SR alega que este artigo é passível de interpretações diversas, além de não trazer benefício na busca por uma maior transparência, integridade e qualidade do processo de classificação e sugere sua supressão total.

A CVM, em linha com outras jurisdições, busca estimular a utilização de linguagem simples e acessível, o que já se observa nos relatórios de classificação de risco de um modo geral. Por isso a redação do inciso II (atual § 1º) não foi alterada.

A redação prevista no art. 10 é um padrão adotado pela CVM em várias normas, trazendo princípios a serem observados na prestação de informações ao mercado por diversas categorias de participantes.

No entanto, tendo em vista os comentários apresentados e a natureza da atividade das agências de classificação de risco, a CVM decidiu alterar a redação do inciso I (atuais incisos I e II), utilizando como base o Código de Conduta da IOSCO.



4.11 Página na rede mundial de computadores (art. 12)

A ANBIMA sugere que seja informado que a página na rede mundial de computadores deverá ser acessível a qualquer público, não somente aos investidores e às entidades emissoras do ativo financeiro em questão.

Redação semelhante é utilizada em outras instruções e sempre ficou claro a todos os participantes que a disponibilização dos documentos exigidos pela CVM na página na rede mundial de computadores deve estar acessível a qualquer interessado.

Por essa razão, a redação original foi mantida.

4.11.1 Inciso III – Divulgação de regras, procedimentos e descrição dos controles internos

A S&P acredita que o inciso III é muito amplo e seu escopo deveria ser esclarecido para evitar que as páginas das agências sejam sobrecarregadas com informações que ultrapassam o propósito da CVM de aprimorar a transparência do mercado.

Na mesma linha, a Moody's sugere que seja incluída a expressão "descrição geral das políticas" antes de "regras, procedimentos e descrição dos controles internos".

A CVM optou por alterar a redação, com base no modelo europeu que exige divulgação da descrição dos mecanismos de controles internos da agência.

4.11.2 Inciso IV e parágrafo único – Divulgação de relatórios de classificação de risco

A ANBIMA solicita deixar explícito que as revisões das classificações de risco de crédito também devem ser disponibilizadas na rede mundial de computadores.

A CVM concorda com a ANBIMA e acrescentou a obrigação de divulgação na página da agência na rede mundial de computadores das atualizações efetuadas nas classificações de risco de crédito emitidas.

A LF entende que há uma omissão em relação aos **ratings** de gestão e corporativos, que não se enquadram na categoria "ratings de crédito".



Vide comentário da CVM no item 4.1.1.

A ANBIMA entende que os relatórios e as opiniões preliminares devem ser disponibilizados aos investidores no momento da divulgação da operação ao mercado, sempre refletindo a estrutura final submetida ao público. Caso isso não seja possível e os relatórios ou opiniões preliminares tenham de ser divulgados em momentos diferentes, é necessário que a agência contratada para emitir o relatório de classificação de risco final faça um **disclaimer**, indicando as alterações de uma avaliação para a outra.

[Sob Sigilo] sugere inserir a exigência de publicação de **releases**, dado que muitos **ratings** preliminares não possuem relatórios.

Segundo a Fitch, suas opiniões somente são finalizadas depois que todas as informações pertinentes a uma classificação de risco tenham sido processadas e consideradas por um comitê. Antes de terem sido finalizadas em um comitê de classificação de risco, a Fitch não tem uma opinião para publicar. Os analistas individualmente podem ter opiniões sobre um crédito que estejam considerando, mas aquelas não são opiniões da Fitch. Portanto, não deveria ser exigido de uma agência a publicação de uma opinião que não tenha sido submetida ao rigor da aprovação de um comitê.

Na mesma linha, a Liberum entende que as propostas ora apresentadas são interessantes, mas a dinâmica da indústria de **ratings** pode fazer com que tais medidas não sejam tão efetivas para inibir **ratings shopping**. O participante sugere que a instrução exija a divulgação de comunicados ao mercado sobre as classificações de crédito, no prazo de 24 horas da reunião dos comitês que as tenham atribuído, e que os relatórios de classificação de risco de crédito de valores mobiliários sejam divulgados em até 8 dias da data da mesma reunião.

Para a LF, há no parágrafo único uma sutil permissão de se fazer uma avaliação sem contrato em definitivo, ou seja, uma pré-avaliação antes de a agência ser efetivamente contratada. A divulgação do resultado dessa “avaliação” pode ser feita por e-mail, sem um relatório formal, o que torna muito fluida a determinação de se divulgar o que seria o resultado dessa “avaliação”.

O Lobo Advogados sugere que, no caso de divulgação de classificações de risco não solicitadas, as agências divulguem um aviso de forma a evidenciar: (i) se a referida classificação de risco é decorrente de análise preliminar; e (ii) se a agência teve acesso aos dados e documentos internos relevantes da entidade avaliada.

Para a Moody's, a prática de **ratings shopping** ocorre tipicamente em mercados em que as exigências de divulgação para emissores são limitadas, tais como os mercados financeiros estruturados. O



participante acredita que a maneira mais eficaz de tratar o problema seja mediante a identificação, pela CVM, daquelas áreas do mercado financeiro brasileiro que são relativamente opacas, e, então, aprimorar o regime de divulgação compulsório para emissores que atuem nesses mercados. A Moody's acredita firmemente que as agências não devam ser obrigadas a divulgar publicamente opiniões preliminares ou **ratings** que o emissor opte por não utilizar.

Se a CVM decidir manter a exigência, a Moody's recomenda que esta disposição esteja de acordo com outras regulamentações internacionais, tais como a regulamentação da União Europeia sobre agências de classificação de risco de crédito, que somente exige divulgações sobre instrumentos financeiros estruturados, uma vez que este é o único segmento do mercado mundial no qual a prática de **ratings shopping** ocorreu de uma forma sistemática.

A S&P entende o objetivo da CVM de impedir a prática de **ratings shopping**. Entretanto, o participante acredita que a redação do inciso é vaga e poderia ter a consequência não intencional de levantar questões de confidencialidade com as entidades avaliadas.

Caso a CVM decida manter o requisito, a S&P solicita que seja requerido aos emissores e não às agências que divulguem publicamente se eles previamente contrataram os serviços de qualquer agência que não aquela(s) que esteja(m) atribuindo o **rating** de crédito final.

A SR sugere a supressão total do inciso IV e do parágrafo único do art. 12, alegando questões de confidencialidade, que podem prejudicar os negócios e seus clientes e também a possibilidade de as divulgações induzirem os investidores a erro. A referida agência alega, ainda, que tal medida interfere no equilíbrio econômico-financeiro de algumas agências, que possuem receitas vinculadas à venda de seus relatórios.

9 dos 12 participantes da audiência pública comentaram esse dispositivo.

A sugestão da ANBIMA foi parcialmente acatada, passando-se a exigir a divulgação dos relatórios e opiniões preliminares no momento em que a primeira classificação de risco da operação de uma outra agência seja divulgada ao mercado. A CVM entende que, ao aceitar essa proposta, resolve boa parte dos problemas citados pelos demais participantes, que estavam preocupados com a forma de divulgação dos relatórios e opiniões preliminares.

Contudo, a agência vai divulgar a classificação de risco emitida quando da sua realização, sem prejuízo dos **disclaimers** necessários de que a estrutura apresentada a ela à época pode não representar a estrutura final adotada para a operação. Exigir a divulgação apenas “refletindo a estrutura final submetida



ao público”, fragilizaria o objetivo do dispositivo de mitigar o **ratings shopping** no Brasil.

As opiniões preliminares certamente englobam os **releases**, portanto o inciso IV não precisa ser alterado nesse ponto.

Em relação à classificação de risco de crédito não solicitada, a CVM entende que a divulgação prevista no § 1º do art. 16 da Minuta já é suficiente.

A CVM tem como objetivo coibir **ratings shopping**, que é a prática de alguns emissores procurarem as melhores classificações de risco de crédito e descartarem as piores. Nesta busca por melhores classificações, alguns emissores obtêm uma opinião das agências antes da contratação definitiva da agência. Ao informar que a agência não precisa estar formalmente contratada, a CVM não quer estimular esta prática, mas ressaltar que a inexistência de um contrato formal não livra a agência da obrigação de divulgar as opiniões preliminares que foram dadas.

Cabe ainda esclarecer ao participante que citou o modelo europeu para justificar a sugestão de restringir a exigência apenas às operações estruturadas, que a Europa divulgou em novembro de 2011 alterações nas regras das agências de **rating**, ampliando a veiculação de opiniões preliminares para quaisquer entidades e ativos financeiros (ainda dependendo de aprovação no Parlamento e Conselho).

Quanto à divulgação de comunicados ao mercado sobre as classificações de risco de crédito de valores mobiliários, com posterior divulgação dos relatórios, a CVM entendeu que a prática não causa danos informacionais ao mercado, tendo alterado o art. 16, de modo a atender à preocupação dos participantes, mas optou por não torná-la exigência da norma.

Por fim, o atual inciso VII se aplica à opinião da agência e não a opiniões individuais de analistas ou demais pessoas envolvidas no processo de emissão da classificação de risco de crédito.

4.12 Informações periódicas (art. 13)

A SR sugere a supressão total do artigo, tendo em vista que:

- (i) as agências são de capital fechado e de responsabilidade limitada e não estão obrigadas, por força de lei, a dar publicidade a suas demonstrações financeiras, bem como à remuneração de seus administradores e sua estrutura organizacional;



- (ii) a divulgação de dados financeiros e remunerações das agências poderá ainda gerar prejuízo à atuação de empresas nacionais, pois é claro e evidente o poder financeiro das principais agências externas;
- (iii) quanto à divulgação de metodologias e código de conduta, entende que devem ser disponibilizadas, podendo, entretanto, a agência limitar o acesso a alguns pontos, de forma a proteger seu negócio e a proteger seu **know how**; e
- (iv) para determinação do conteúdo adequado do formulário de referência, seriam necessárias significativas modificações em sua estrutura, envolvendo uma nova consulta e debate com os demais participantes.

A CVM, como órgão regulador do mercado de valores mobiliários, tem competência para exigir as informações mínimas que um agente regulado deve disponibilizar para o mercado, independentemente do tipo societário adotado.

A divulgação de informações é a base de toda a regulamentação da CVM e assim aplica-se também às regras a serem impostas às agências de classificação de risco de crédito que pretendam atuar no mercado de valores mobiliários brasileiro, após a edição da Instrução.

No que diz respeito à divulgação de dados econômicos e financeiros das agências, no entanto, a CVM reviu a exigência de sua divulgação ao público.

Por fim, por força de decisões do G-20 e orientações da OICV/IOSCO, a regulamentação específica das agências de classificação de risco deve ser harmônica com a de outras jurisdições, tendo a CVM feito ampla pesquisa para evitar grandes distorções nesse sentido, sem abrir mão da sua extensa e uniforme prática regulatória.

Por essas razões, os comentários do participante não foram considerados pertinentes.

4.12.1 Parágrafo único – Atualização do formulário de referência

[Sob Sigilo] sugere a inclusão de inciso que obrigue a divulgação de mudanças nas políticas de controles internos e **compliance** e de divulgação, no código de conduta e outros.



O Salusse Advogados considera que os fatos mencionados neste parágrafo configuram “informação eventual”, e não periódica. Sendo assim, sugere a supressão do parágrafo único, com migração de seu teor para o art. 14.

A CVM acredita que não seja conveniente a alteração muito frequente do formulário de referência, tendo optado por restringir a obrigação de atualizar o documento a itens em que considerou inadequada a manutenção de dados que não mais corresponderiam à realidade até a divulgação do próximo formulário.

Desse modo, a sugestão de ampliar o rol de itens de atualização imediata não foi acatada.

Com relação à manutenção do dispositivo, vide comentários aos incisos a seguir.

4.12.2 Inciso I – Alterações nas metodologias

[Sob Sigilo] sugere acrescentar a esse inciso a obrigatoriedade de informar sobre a publicação de novas metodologias e critérios específicos, especialmente para novos produtos.

Para a Fitch, a exigência de atualização do formulário de referência no prazo de 7 dias úteis após qualquer alteração em uma das metodologias utilizadas no processo de atribuição de classificação de risco é desnecessária e acarreta sobrecarga indevida às agências. A Fitch publica metodologias e as modifica por meio de relatórios de metodologia. Há centenas de relatórios de metodologia, todos publicados na página da Fitch. Várias alterações nesses relatórios não são materiais. Outras jurisdições, inclusive os Estados Unidos, exigem que os registros sejam atualizados apenas no caso de as informações fornecidas virem a se tornar materialmente imprecisas. A Fitch propõe submeter atualizações de seu formulário de referência, relativas a alterações em seus relatórios de metodologia, apenas se as informações fornecidas anteriormente se tornarem materialmente imprecisas.

A S&P, de forma semelhante, sugere a adoção de um limite material ao requisito, de modo a evitar sobrecargas à agência e à CVM.

A CVM eliminou a exigência de atualização do formulário de referência por alterações nas metodologias, mantendo a obrigatoriedade de divulgação de modificações relevantes como informação eventual, prevista no art. 14.

No entanto, acrescentou dispositivo exigindo que as metodologias estejam sempre atualizadas no **site** da agência, o que independe da materialidade da alteração efetuada.



A CVM também acatou a sugestão de [Sob Sigilo] no que tange às novas metodologias.

4.12.3 Inciso II – Substituição dos administradores responsáveis

[Sob Sigilo] sugere a acrescentar a obrigatoriedade de informar sobre mudanças de outros diretores e analistas.

Vide comentário da CVM no item 4.12, quanto à frequência de atualização do formulário de referência.

4.13 Informações eventuais (art. 14)

A Fitch entende que as exigências desse artigo são desnecessárias e acarretam sobrecarga indevida para as agências e todas as informações requeridas estão publicadas na página da Fitch na internet. A Fitch informa que emite milhares de relatórios de classificação de risco e ações relativas a essas classificações. Exigir que a agência forneça todos os relatórios de atribuição e decisões de retirada de uma classificação de risco à CVM seria uma carga administrativa desnecessária. A Fitch propõe submeter anualmente à CVM uma lista completa dos relatórios de metodologia da agência. Com respeito aos relatórios de atribuição ou retirada de classificação, a Fitch propõe fornecer à CVM acesso a essas informações, mediante envio de notificação em tempo real à CVM sobre a publicação dessas informações.

A Liberum sugere que seja prevista a exceção à divulgação nos casos em que os **ratings** de crédito fizerem referências a operações que envolvam companhias abertas e que ainda não foram objetos de divulgação pela mesma. Segundo a agência, o **rating** poderia ser informado à CVM, em caráter confidencial, de forma semelhante à condição prevista, para as companhias abertas, nos arts. 6º e 7º da Instrução CVM nº 358, de 2002.

A Moody's acredita ser inadequado que as informações citadas neste artigo sejam disponibilizadas na página da CVM na internet. A divulgação na página da CVM na internet poderia levar os agentes de mercado a concluir equivocadamente que a CVM esteja estimulando a utilização de classificações de risco de crédito ou dando a estes seu "selo de aprovação". A Moody's recomenda que o art. 14 seja excluído e que o art. 12 seja revisado de modo a exigir que as agências disponibilizem em suas próprias páginas na internet as informações previstas no art. 14.



O Salusse Advogados entende ser necessário mencionar expressamente o prazo para envio das informações, a ser contado a partir da implementação das alterações listadas nos incisos.

As sugestões quanto à divulgação de relatórios de classificação de risco foram consideradas pertinentes e a CVM eliminou a exigência de envio à CVM, mantendo a obrigatoriedade de divulgação no **site** da agência.

Os incisos foram alterados para dispor sobre o prazo de envio dos documentos.

4.13.1 Inciso I – Alterações nas metodologias

[Sob Sigilo] sugere acrescentar a esse inciso a obrigatoriedade de disponibilizar novas metodologias e critérios específicos, especialmente para novos produtos e lastros.

Para S&P e Salusse Advogados, o requisito apresentado no inciso I do art. 13 parece se sobrepor ao requisito estabelecido nesse inciso.

Vide comentário da CVM ao item 4.12.2.

4.13.2 Inciso II – Descontinuidade da classificação de risco

[Sob Sigilo] sugere acrescentar outras ações de **rating**, além de retirada, principalmente quando houver rebaixamento.

O rebaixamento será informado quando da disponibilização das atualizações dos relatórios de classificação de risco de crédito, nos moldes do art. 12, inciso VI.

Por essa razão, a redação original foi mantida.

4.13.3 Inciso III – Envio de relatórios de classificação de risco

[Sob Sigilo] sugere acrescentar a obrigatoriedade de envio de relatórios referentes a títulos que não são controlados pela CVM, tais como CCBs, CCCBs e NPs. Isto porque os estruturadores podem passar uma operação idêntica para análise da agência, porém com um tipo de título ou emissão diferente.

Fitch e SR, com relação às “opiniões preliminares” mencionadas no inciso III, solicitam que sejam observados os seus comentários em relação ao inciso IV do art. 12.



Vide comentário da CVM nos itens 4.1.2 e 4.11.2.

4.14 Relatório de classificação de risco de crédito (art. 15)

O Salusse Advogados sugere acréscimo de parágrafo para prever que, em caso de estrita impossibilidade de observância de algum dos procedimentos e metodologias em regra adotados pela agência, seja exigida ressalva expressa quanto à não incidência daquele critério na avaliação.

A SR sugere a supressão total deste artigo, pois entende que a observância da metodologia é algo obrigatório pela natureza do negócio.

A CVM manteve a redação original do dispositivo, que segue os princípios emanados do Código de Conduta da IOSCO.

Apesar da obviedade do dispositivo, é importante ressaltar a necessidade de obediência à metodologia criada pela própria agência, até para evitar interpretações equivocadas de que algum desvio pode ser admitido, bem como para atribuição de responsabilidades.

4.15 Relatório de classificação de risco (art. 16)

A Fitch entende que desde que as informações enumeradas estejam disponíveis para os investidores, não é necessário, nem desejável incluir cada um dos itens no relatório de classificação de risco. A Fitch também observa que a agência publica informações sobre uma classificação de risco não só nos relatórios de classificação de risco, como também em seus comentários sobre ações de classificação de risco (RAC).

Os RAC são os documentos por meio do qual a Fitch torna públicas suas ações relativas às classificações de risco e são geralmente publicados até o final do dia útil seguinte à conclusão do comitê que determina essas ações. Os relatórios de classificação de risco são documentos mais extensos e são geralmente publicados algum tempo após a publicação do RAC.

A CVM alterou a redação do dispositivo e incluiu um novo parágrafo no artigo que admite que a agência antecipe ao mercado a classificação de risco de crédito por meio da divulgação de comunicado, desde que o relatório de classificação de risco seja divulgado no prazo máximo de 7 (sete) dias úteis após a divulgação do comunicado.



A Previ sugere a inclusão de inciso específico relativo à "referência da classificação de risco em escala global". Como agências de **rating** possuem metodologias e regras diferentes, com diferentes níveis de classificação, o ideal seria a comparação por uma escala única, a escala global. Ao se divulgar a informação na escala global, é possível comparar a avaliação feita por diferentes agências, aumentando a transparência do serviço prestado.

Pela primeira vez, o Brasil está adotando regras que impõem padrões mínimos à atuação das agências de classificação de risco no Brasil, tendo priorizado a divulgação de informações, regras de conduta e controles internos.

Dito isso, a CVM não entende adequado, nesse primeiro momento, discutir melhores caminhos de padronização e comparabilidade entre as notas divulgadas pelas várias agências. Ademais, o ponto levantado pelo participante não foi submetido à audiência para comentários.

A despeito da possibilidade de se avaliar o tema em momento mais oportuno, vale salientar a importância de se avaliar o conteúdo da avaliação e a consistência de premissas e metodologias, e não apenas a nota final atribuída.

Por fim, a CVM inseriu um inciso ao art. 12, exigindo a divulgação pelas agências do mapeamento das classificações de risco de crédito na escala nacional para a escala global.

4.15.1 Inciso I – Qualificação do analista

[Sob Sigilo] sugere que o texto seja mais específico sobre a qualificação do analista e que a regra deveria exigir que a decisão fosse tomada por um colegiado.

Para a Fitch, o analista de classificação de risco responsável pela aprovação da classificação é divulgado em uma ação de classificação de risco (RAC). Este é o documento apropriado, no qual essa informação é divulgada, e não o relatório de classificação de risco, porque várias ações de classificação de risco podem ocorrer antes que um novo relatório seja publicado e diferentes analistas podem desempenhar o papel do analista responsável pela aprovação da classificação de risco.

A LF entende que esse inciso abre uma perigosa possibilidade de se atribuir uma nota sem a participação de um comitê qualificado e independente.



As classificações de risco da Moody's são determinadas conjuntamente pelos comitês de **rating**, e não por qualquer funcionário individualmente. A Moody's acredita ser inadequado divulgar os nomes e qualificações de um grupo maior de analistas que participem da determinação do **rating**.

Entretanto, a Moody's, de forma coerente com a regulamentação da União Europeia, não se opõe a divulgar o nome e cargo do analista chefe. Tampouco se opõe a incluir informações no formulário de referência sobre os tipos de qualificações que seus analistas de crédito usualmente detêm.

Para a Liberum, as qualificações dos analistas já estarão detalhadas no Anexo 13, disponível na rede mundial de computadores. Repeti-las, no relatório, apenas faria com que o conteúdo se estendesse.

A S&P acredita que a regra deveria esclarecer que a “qualificação” significa título (ex: analista principal, analista secundário) e que o requisito de fazer referência ao nome dos analistas seja circunscrito ao analista principal e secundários, que são os indivíduos das agências que têm interação direta com as entidades avaliadas.

A SR sugere a supressão do inciso I, por entender que as informações exigidas não acrescentam dados importantes ao processo de análise para classificação do risco de crédito e como a agência possui comitê de classificação, sendo este o único responsável pela atribuição da nota final, o analista apenas elabora o relatório e sua fundamentação, podendo ser ainda substituído ao longo do processo.

A CVM optou por alterar a redação do inciso, substituindo a palavra “qualificação” por “designação”, uma vez que a intenção era obter o nome e a função do analista, do responsável pela aprovação da classificação ou dos membros do comitê de classificação de risco de crédito, se for o caso.

Apesar de usual, a existência de comitê de classificação de risco de crédito não é exigida pelo Código de Conduta da IOSCO e pelas regulamentações dos principais mercados de atuação das agências de classificação de risco. Por isso, a CVM optou por não determinar que seja formado um comitê, com o objetivo de não criar uma barreira à entrada de novas agências no mercado, apesar de considerar que a existência do comitê é desejável.

4.15.2 Inciso II – Fontes de informações relevantes

Para a Fitch, as fontes relevantes das informações utilizadas na elaboração da classificação de risco são divulgadas na metodologia pertinente e o relatório de classificação de risco faz referência à metodologia pertinente.



O relatório deve informar quais foram as fontes de informações relevantes efetivamente usadas na análise concreta do caso.

Por essa razão, a redação original foi mantida.

4.15.3 Inciso III – Fatos e circunstâncias que fundamentaram a decisão

Para a S&P, melhor do que expressar os “fatos e circunstâncias nas quais a decisão se baseia” a CVM poderia alinhar a redação do inciso com a equivalente referente ao requisito de divulgação presente na regulação da União Europeia, bem como no item 3.6 do Código de Conduta da IOSCO, os quais determinam os “elementos chave subjacentes aos **ratings** de crédito”.

O comentário foi considerado pertinente, tendo a CVM alterado a redação para atender a preocupação do participante.

4.15.4 Inciso IV – Metodologia utilizada

A Liberum entende não ser necessário detalhar a metodologia utilizada, uma vez que já estará amplamente divulgada na rede mundial de computadores.

Já a SR sugere a supressão do inciso IV, pelo mesmo motivo apontado pela Liberum.

A CVM exigiu apenas a evidenciação da metodologia adotada em determinada classificação de risco, não havendo qualquer menção a seu detalhamento.

Ademais, a informação sobre a metodologia usada no relatório é importante, pois uma agência pode possuir uma infinidade de metodologias, dificultando a consulta ao parâmetro adequado pelo usuário da informação.

Por essas razões, a redação original foi mantida.

4.15.5 Inciso V – Datas

[Sob Sigilo] sugere substituir o inciso V por histórico dos **ratings**.

Segundo a Fitch, o histórico de todas as classificações de risco está disponível ao público na página da Fitch na internet. A agência implantou um procedimento automático para atualização de



informações sobre classificação de risco em sua página. Se fosse necessário incluir o histórico no relatório de classificações de risco, teria que ser feito manualmente, criando, desta forma, maior possibilidade de erros.

A CVM considera importante para o usuário que o relatório informe, ao menos, a data da primeira classificação de risco e a da última atualização, e nada tem contra a inclusão no relatório do histórico de todas as classificações de risco efetuadas pela agência para o ativo, mas não vê necessidade de exigir isso, alterando o inciso.

4.15.6 Inciso VI – Periodicidade de atualização

Segundo a Fitch, as informações sobre a frequência de atualização dos relatórios e metodologias são disponibilizadas publicamente, na própria metodologia. Exigir que estas informações sejam incluídas no relatório de classificação de risco significaria dizer que uma mudança na frequência de atualização, por exemplo, devido a exigências regulatórias, ou a alterações nas políticas da Fitch, exigiria a republicação de todos os relatórios de classificação de risco.

Para a Liberum, a palavra atualização, mencionada no inciso VI, suscita dúvidas. Para a agência, o monitoramento das notas atribuídas é contínuo, e os relatórios emitidos com base nesse acompanhamento, por sua vez, são publicados de acordo com o estipulado em contrato e específicos para cada produto. Dessa forma, a Liberum entende que o mais efetivo seria divulgar não as atualizações, mas os termos estabelecidos nos contratos com os clientes.

Para a S&P, os relatórios de **rating** da agência indicam a data do **rating** atual, bem como aquela da ação de **rating** prévia ou da atualização publicada. Entretanto, a agência acredita que o requisito de o relatório de **rating** fazer referência à política de monitoramento da entidade ou da emissão (i.e, anual, semestral, trimestral, etc.) pode ser invasivo e ultrapassar o escopo de tal relatório. Ao invés, os usuários dos **ratings** e o público em geral podem ser dirigidos às políticas de monitoramento das agências.

A periodicidade de atualização solicitada pelo inciso IV se refere à previsão de atualização quando da emissão do relatório. Não há obrigatoriedade de se alterar um relatório em caso de mudança de políticas amplamente informada.

A CVM concorda que o monitoramento da classificação de risco é contínuo, o que implica dizer que uma atualização prevista para um período pode ser antecipada em virtude de fatos supervenientes.

No entanto, nenhum argumento apresentado justifica a eliminação do dispositivo. Por essas



razões, a redação original foi mantida.

4.15.7 Inciso VII – Atributos e eventuais limitações da classificação

O Salusse Advogados sugere o acréscimo da palavra “atualidade” após “veracidade”, de modo a garantir que um relatório divulgado em uma data não reflita, sem a ressalva expressa, a realidade correspondente a momento anterior (providência especialmente relevante em momentos de oscilação).

A S&P acredita que o requisito deveria ser redigido de modo a levar em conta o que a agência considera ser informação adequada e confiável, em oposição ao uso de linguagem que sugira um padrão absoluto a esse respeito.

A CVM acredita que este inciso permite a ampla divulgação das limitações que a agência encontrou quando da elaboração do relatório, ao abranger extensão, qualidade e veracidade de documentos.

Por essa razão, a redação original foi mantida.

4.15.8 Inciso VIII – Projeções e estimativas

A Fitch cita as premissas e metodologias relevantes no relatório de classificação de risco. Entretanto, as projeções e estimativas, embora consideradas por um comitê, não são geralmente incluídas nos relatórios de classificação de risco. Segundo a agência, essas projeções e estimativas podem incluir informações confidenciais. Não seria desejável incluí-las em um relatório desse tipo, porque fazê-lo deixaria o relatório muito pesado e menos útil para os investidores.

A LF, de forma semelhante, entende que a publicação das projeções utilizadas e as premissas relevantes abre precedente para que informações sigilosas sejam divulgadas. Para evitar que o julgamento sobre o que pode e não pode ser divulgado fique a critério da agência ou do órgão regulador, ela sugere que se estabeleça anteriormente à classificação, na contratação do **rating**, quais informações estarão sujeitas a acordo de confidencialidade.

A SR sugere a supressão do inciso VIII, por entender que tais informações não acrescentam nada à qualidade e transparência do trabalho.

A sugestão da Fitch e da LF foi considerada pertinente, tendo a CVM suprimido o referido inciso.



4.15.9 Inciso IX – Avaliação do ativo financeiro pela primeira vez

A Moody's acredita que a CVM pretendeu exigir este tipo de divulgação quando a agência estiver classificando o risco de um tipo específico de ativo financeiro pela primeira vez, e não se a agência estiver avaliando o ativo financeiro específico. A agência sugere que isto seja esclarecido por meio de alteração desse dispositivo, indicando: "avaliando este tipo de ativo financeiro pela primeira vez".

A redação foi aprimorada e a CVM acredita ter atendido à preocupação do participante.

4.15.10 Inciso X – Comunicação à entidade avaliada

A Fitch divulga em uma ação de classificação de risco (RAC) se houve apelação por parte de um emissor em relação a uma classificação de risco. O RAC é o local mais apropriado para essa divulgação, pois o relatório de classificação de risco poderá ser emitido algum tempo depois do RAC. Na mesma linha, a Liberum entende que este inciso poderia ser suprimido, caso suas sugestões sobre a divulgação de um Comunicado ao Mercado venham a ser acatadas.

A SR sugere a supressão do inciso X por entender que as exigências nele contidas não interferem na notação atribuída, e caso seja mantida a redação, pode gerar dúvidas quanto à independência da agência.

Em outras jurisdições, a comunicação da classificação de risco e das principais considerações que a fundamentam à entidade avaliada é obrigatória, para que as entidades possam assinalar à agência eventuais erros factuais.

A CVM optou por não obrigar a comunicação prévia, mas exigir a divulgação da informação dessa comunicação ou ainda de apelação da entidade avaliada, se for o caso.

4.15.11 Inciso XII – Prestação de serviços

A Liberum entende que as exigências expressas nos incisos XI e XII podem ser retiradas, pois as informações solicitadas nesses trechos já estão contempladas no Anexo 13 e também abordadas em outros documentos de domínio público, como códigos de conduta e políticas de gestão de conflitos de interesse.

O dispositivo trata de caso concreto e não de disposições de manuais e políticas da agência. Por isso a redação original foi mantida.



4.15.12 Inciso XIII e § 2º – Potenciais conflitos de interesses

Para a Fitch, a exigência de que a agência divulgue se um analista tem “vínculo com pessoa natural que trabalhe para a entidade analisada ou parte a ela relacionada” é impossível de ser atendida.

O participante propõe que a regra seja modificada de forma a cobrir amplamente os funcionários e familiares imediatos. Para ganhar consistência com os padrões da União Europeia, em familiares imediatos devem incluir todos os membros de uma casa, residindo no mesmo endereço ou qualquer pessoa jurídica, fundo ou parceria, cujas responsabilidades gerenciais sejam exercidas por analista de classificação de risco ou por qualquer uma das pessoas acima.

A Moody's acredita que as exigências de divulgação de conflitos de interesse são desnecessariamente amplas quanto ao objeto, bem como incertas em sua aplicação. Por exemplo, o inciso II do § 2º parece ser aplicável quando um analista de crédito que trabalha para a agência, mas não participa da determinação de um **rating** específico, tiver um cônjuge que trabalhe para a entidade classificada.

A Moody's nota, ainda, que o item 11 do Anexo 13 da Minuta obriga as agências a incluírem informações em seus formulários de referência sobre os tipos de conflitos de interesse potenciais que estiverem sofrendo, os tipos de conflitos que a agência proíbe e as regras e políticas que tem adotado para administrar conflitos de interesses. A agência acredita que este tipo de divulgação fornece transparência suficiente sobre conflitos de interesse e como são administrados.

A S&P acredita que as informações sobre conflitos de interesse previstas nos incisos XI, XII e XIII e § 2º ultrapassam o escopo dos relatórios de **ratings** e poderiam ser apresentadas separadamente por meio de uma divulgação independente na página da agência na internet. A S&P também sugere que a CVM esclareça se a referência a 5% das receitas anuais da agência tem relação com as operações globais e locais da agência.

Para a S&P, algumas referências do § 2º não estão claras quanto ao seu escopo e poderiam resultar relatos desnecessários nos casos em que não há conflito ou potencial para tanto. A este respeito, a agência sugere que as referências aos “interesses financeiros ou comerciais relevantes” (inciso II) e “relacionamento pessoal” (inciso III) sejam qualificadas mediante a inclusão de um limite de materialidade ou por meio da menção de que estes se relacionam com os casos nos quais quaisquer desses interesses ou relacionamentos afetam a independência das agências ou do analista relevante ou de outro funcionário.



A redação do § 2º é bem semelhante à redação utilizada nos incisos do art. 17 da Instrução CVM nº 483, de 6 de julho de 2010, que trata dos conflitos de interesse na atividade de analistas de valores mobiliários.

A lista de conflitos de interesse do § 2º é exemplificativa. Sempre caberá à agência avaliar se, em um caso concreto, existe algum conflito de interesse de seus analistas de classificação de risco de crédito ou demais pessoas envolvidas no processo de emissão da classificação de risco a ser divulgado. Caso a agência identifique potenciais conflitos de interesse em um caso concreto, tal conflito deverá constar do relatório de classificação de risco.

Por fim, a CVM esclarece que as receitas anuais da agência a serem informadas referem-se às operações locais.

4.15.13 § 1º – Classificação de risco não solicitada

Para a LF, este parágrafo sugere que seja possível realizar **rating** não solicitado. A agência entende que para a realização de qualquer tipo de classificação de risco é imprescindível a colaboração do classificado.

Não há qualquer vedação à elaboração de uma classificação de risco não solicitada.

A classificação de risco de crédito não solicitada é uma prática comum no mercado e não há razões para proibi-la, sendo imprescindível sua divulgação. Na linha da transparência de dados relevantes ao usuário da classificação de risco, a informação de que foi feita de forma não solicitada é imprescindível.

Desse modo, a redação do parágrafo foi mantida.

4.16 Relatório de classificação de risco de produtos financeiros estruturados (art. 17)

4.16.1 Inciso I – Inadimplência e fluxos de caixa

A SR sugere a supressão da segunda parte do inciso I, qual seja “bem como a indicação de possíveis modificações na classificação de risco”, pois entende que tais informações podem se tornar prejudiciais para a entidade avaliada, bem como para a segurança do processo de classificação de risco.

A indicação de possíveis modificações na classificação de risco só será informada se existirem



elementos que justifiquem a possível alteração quando da emissão do relatório. Caso existam tais elementos, esta informação é obrigatória, uma vez que sua falta pode se tornar prejudicial para os usuários das classificações de risco.

Portanto, mantivemos a redação original do inciso.

4.16.2 Inciso II – Nível de diligência

Para a S&P, o inciso II deveria ser modificado, pois o nível de avaliação por parte da agência relativa ao desempenho dos ativos subjacentes não seria uma questão de diligência, mas sim de critério, como por exemplo, se a agência conduziu sua própria análise ou utilizou a avaliação de terceiros. A este respeito, uma provisão similar na regulamentação da União Europeia menciona que a agência deve declarar qual o nível de avaliação que ela realizou “com relação aos processos de diligência conduzidos no nível dos instrumentos financeiros subjacentes ou de outros ativos de instrumentos de operações estruturadas”, divulgando “se a agência conduziu qualquer avaliação de tais processos de diligência ou se ela utilizou a avaliação de terceiros, indicando quanto o resultado de tal avaliação afeta o **rating** de crédito”.

O comentário é pertinente e está refletido na norma.

4.16.3 § 1º – Exemplos

[Sob Sigilo] sugere a substituição no inciso I do § 1º, de “fundos de investimento em direitos creditórios - FIDC e seus fundos de cotas – FICFIDC” por “cotas de fundos de investimento em direitos creditórios – FIDC e cotas de fundos de cotas – FICFIDC”.

O comentário é pertinente e está refletido na norma.

4.17 Símbolos (art. 18)

[Sob Sigilo] é contrária à utilização de diferentes símbolos. Não vê benefício direto nesse tipo de mudança e entende que isso interfere na interpretação dos **ratings**, na medida em que um AAA atribuído a um Banco e um AAA atribuído a cotas seniores de um FIDC devem representar o mesmo risco de **default**. O participante entende que esse tipo de diferenciação em nomenclatura ou simbologia deveria ser aplicado apenas para os demais tipos de **rating** eventualmente emitidos pela agência (qualidade de gestão e governança corporativa).



A S&P sugere mais flexibilidade às agências para determinarem quais serão os tipos de produtos de operações estruturadas aos quais adicionarão tais identificadores. A S&P atualmente atribui identificadores específicos aos **ratings** atribuídos aos produtos de operações estruturadas de acordo com um padrão consistente aplicado globalmente pela agência.

A diferenciação dos símbolos utilizados para classificações emitidas para produtos financeiros estruturados é um requisito previsto no Código de Conduta da IOSCO e, após um período de discussões em torno do tema, a utilização de símbolo diferenciado se consolidou internacionalmente e a CVM vai manter a exigência na norma.

O § 1º traz exemplos de produtos estruturados. Não há impedimento para que a agência classifique outros produtos nessa categoria.

4.18 Regras de conduta (art. 19)

4.18.1 Inciso I – Princípios

A Moody's sugere que os deveres de lealdade e diligência sejam retirados do art. 19, inciso I, pois entende que podem enfraquecer o papel das agências como analistas independentes, e encorajar os investidores a enfatizarem de modo excessivo as classificações de risco de crédito.

A S&P sugere que as palavras “boa fé”, “diligência” e “lealdade” sejam suprimidas do art. 19, inciso I, pois tais expressões indicam que as agências têm uma obrigação específica em relação a um grupo de participantes do mercado. O requisito da “lealdade”, particularmente, é vago e incompatível com o preceito fundamental dos **ratings** de crédito.

A redação prevista no art. 19, inciso I, é um padrão adotado pela CVM em várias normas, trazendo princípios a serem observados na condução das atividades de diversas categorias de participantes.

No entanto, tendo em vista os comentários apresentados e a natureza peculiar da atividade das agências de classificação de risco, a CVM decidiu alterar a redação do inciso I, adotando a redação prevista na Instrução CVM nº 483.



4.18.2 Inciso II – Comunicação de indícios de violação da legislação

A ANBIMA sugere que as regras gerais de conduta sejam observadas pelas agências de classificação de risco não só nos casos de ativo financeiro emitido no mercado de valores mobiliários, como também nos casos de avaliação corporativa (emissor).

Vide comentário da CVM no item 4.1.2, que demonstra que a classificação de risco de crédito do emissor está abrangida na norma.

A Moody's entende que o inciso II não deixa claro se a CVM pretende que a agência relate possíveis descumprimentos à legislação por pessoas alheias à CVM, como emissores ou outros agentes do mercado. A agência não deveria ser obrigada a relatar possíveis indícios de má conduta por agentes de mercado, pois tal exigência desestimularia emissores a serem francos em suas discussões com as agências, ou passaria a percepção equivocada de que as agências estão atuando como guardiões do mercado, aumentando a confiança excessiva e indesejada nas classificações de risco.

A Fitch quer que se esclareça se a regra contida no Art. 19, inciso II é aplicada a violações praticadas por qualquer parte ou apenas a violações praticadas pela agências. Sendo o primeiro caso, a Fitch entende que a regulamentação é bastante ampla e onerosa. E, em relação a terceiros, a obrigação deveria restringir-se a violações materiais e reais à lei ou ações das quais a agência deveria saber, razoavelmente, que poderiam ser violações materiais.

A S&P sugere que a CVM reconsidere a introdução deste requisito na Instrução ou, caso contrário, condicione a obrigação do inciso II a um embasamento razoável da agência ou à informação de terceiros que esta considere crível sobre a ocorrência ou indícios de violação.

A redação prevista no inciso II é um padrão adotado pela CVM em várias normas, que visa exigir do **gatekeeper** um papel auxiliar na supervisão das regras impostas pela legislação aplicável.

No entanto, tendo em vista os comentários apresentados e a natureza peculiar da atividade das agências de classificação de risco, a CVM decidiu alterar o inciso, adotando a redação prevista no inciso V do art. 12 da Instrução CVM nº 483.

4.18.3 Inciso III – Comunicação de conflito de interesses

A S&P requer a CVM que reconsidere a inclusão de tal requisito na Instrução, pois entende que prejudicará o processo de atribuição de **rating** de crédito e não alcançará o propósito de transparência do



mercado. A divulgação pública das potenciais situações de conflito de interesses é suficiente para atingir esse objetivo.

A CVM não considera o comentário pertinente e manteve a redação original proposta.

É fundamental que o contratante saiba se a agência está atuando em conflito no caso específico e não apenas potencialmente, por meio da divulgação de práticas.

Lobo Advogados sugere que as agências descrevam, na redação do código de conduta, os procedimentos que deverão ser observados pelos funcionários e integrantes da administração da referida agência enquanto estiverem em uma situação de conflito de interesse. Além disso, sugere a inclusão de uma previsão para que a agência informe à requerente os procedimentos tomados para evitar a ocorrência e conter a situação que gerou o conflito de interesse.

Vide redação do art. 20, inciso V, da Instrução.

4.18.4 Inciso IV – Look back

[Sob Sigilo] sugere, em relação ao art. 19, inciso IV, que, além das entidades avaliadas, seja acrescentado que os **ratings** deverão ser revistos também quando um ex-analista da agência for trabalhar em uma agência concorrente.

A situação apontada pelo participante não evidencia, no entender da CVM, potencial conflito de interesses em relação às classificações de risco atribuídas pelo ex-analista. No entanto, a norma exige parâmetros mínimos de revisão dos trabalhos do ex-analista, não havendo impedimentos para que a agência imponha critérios mais rígidos de verificação do trabalho anteriormente realizado.

A Fitch entende ser impraticável implementar o monitoramento do histórico de emprego de cada analista por dois anos após deixar a agência. Ela diz que basta rever o trabalho que foi feito anteriormente pelo analista que, voluntariamente, deixa a agência para ir trabalhar em uma entidade analisada por este.

A SR sugere a supressão do referido inciso, pois entende que tal exigência impõe custos e cria ônus para a agência e não tem vínculo com a qualidade e segurança da classificação. Para a SR, tal exigência é desprezível, porque a nota é atribuída por um comitê.

A CVM ajustou a redação com base no modelo europeu, evitando erros de interpretação do dispositivo.



Sendo exemplo clássico de conflito de interesses envolvendo analista de **rating** e entidade avaliada, a importância da revisão dos casos analisados por esse analista traz segurança ao trabalho das agências e representa claramente mais uma forma de mitigação de conflitos de interesses, que não podem ser eliminados apenas pela atuação do comitê.

4.19 Código de conduta (art. 20)

4.19.1 Inciso I – Qualidade do processo de classificação de risco

A Moody's entende que uma agência regulamentada no Brasil deve estabelecer e manter políticas, procedimentos e sistemas destinados a cumprir as normas aplicáveis, não podendo, no entanto, garantir total aderência a tais padrões. Assim, pelo inciso I do art. 20, o código de conduta deve dispor, no mínimo, sobre a adoção de procedimentos que sejam razoavelmente destinados a assegurar a qualidade do processo de emissão de classificações de risco.

A agência não deve partir do pressuposto de que os padrões elaborados por ela não serão plenamente seguidos, tendo uma obrigação de meio na busca pela observância das regras, procedimentos e padrões de conduta.

Ademais, o aprimoramento da qualidade do processo de emissão da classificação de risco de crédito segue o padrão internacional amplamente discutido no comitê permanente da OICV/IOSCO.

Desse modo, a redação original foi mantida.

4.19.2 Inciso II – Informações idôneas

A S&P sugere que o compromisso do art. 20, inciso II se atenha às informações que as agências considerem adequadas e confiáveis, pois não podem fornecer garantia absoluta sobre a qualidade das informações utilizadas na elaboração de suas classificações de risco.

“Compromisso de busca” não pressupõe “garantia absoluta” como indicado pelo participante.

Desse modo, não foram apresentadas razões que justifiquem a alteração do dispositivo.



4.19.3 Inciso III – Monitoramento das classificações de risco

A S&P sugere que a norma deveria prever também os casos em que, de acordo com os critérios e metodologias das agências, os **ratings** de crédito atribuídos não estejam sujeitos ao monitoramento.

A CVM alterou a redação do inciso III, adotando redação inspirada no item 1.9 do Código de Conduta da IOSCO, acreditando ter atendido a preocupação do participante.

4.19.4 Inciso VII – Política de negociação

A ANBIMA sugere a alteração do inciso VII, para que os contratos entre as agências de classificação de risco e os emissores sejam norteados pelas regras de conduta estipuladas pela presente Instrução.

O teor dos contratos cabe às partes contratantes e é pressuposto que o código de conduta seja observado em todas as atividades das agências. Desse modo, a CVM não vê razão para alterar o dispositivo, que visa tornar pública a política de negociação das agências, mitigando, mais uma vez, potenciais conflitos de interesses.

A S&P sugere a substituição da referência a “políticas de negociação” por um requisito que proíba a participação dos analistas na negociação das tarifas.

Vide redação do art. 22, inciso III.

4.19.5 Inciso VIII – Cumprimento de regras

A S&P sugere que a CVM considere adicionar ao art. 20, inciso VIII a expressão “relacionadas as suas atividades de **rating** de crédito”, pois entende ser consistente com a supervisão das agências pela CVM.

A CVM decidiu elidir o inciso porque a atuação no mercado de valores mobiliários no Brasil pressupõe o cumprimento das regras aplicáveis.

4.19.6 Parágrafo único – Código de Conduta da IOSCO

A Moody’s acredita que as agências não devem ser obrigadas a ter códigos de conduta idênticos ao Código de Conduta da IOSCO, cujas disposições são ambíguas ou impõem obrigações de sentido não



claro. Dessa forma, sugere que o parágrafo único seja revisado para exigir que a agência tenha um código de conduta que esteja substancialmente de acordo com o Código de Conduta da IOSCO, e que as agências tenham tempo hábil para alinhar seus códigos quando revisões sejam feitas ao Código de Conduta da IOSCO.

O dispositivo exige observância aos princípios do Código de Conduta da IOSCO e não uma cópia fiel. Quanto ao prazo para ajuste do código das agências, será caso de apreciação pela SIN, quando da ocorrência do fato.

Desse modo, a redação original foi mantida.

4.20 Conduta dos analistas de classificação de risco de crédito (art. 21)

4.20.1 Inciso I – Presentes

A LF sugere que o art. 21 seja realocado, deixando apenas no código de conduta, que definiria o valor que entende ser adequado aos presentes.

A CVM entende pertinente manter o dispositivo na norma.

4.20.2 Inciso II – Omissão

A Moody's entende que esse inciso é desnecessário e que deve ser retirado, pois não lhe parece claro se a CVM pretende exigir que os analistas de crédito relatem ao diretor de **compliance** eventuais más condutas de pessoas alheias à agência, tais como emissores ou outros agentes de mercado. Para a Moody's, os analistas poderiam, inclusive, receber menos informações, o que afetaria a qualidade das classificações de risco de crédito.

A redação foi ajustada e a CVM entende ter atendido à preocupação do participante.

4.21 Vedações (art. 22)

A ANBIMA sugere que as vedações às agências de classificação de risco também sejam aplicadas a quaisquer avaliações corporativas e não somente aos ativos financeiros emitidos no mercado de valores mobiliários.

Vide comentário da CVM no item 4.1.2.



4.21.1 Inciso I – Vantagem indevida

A S&P sugere que se esclareça ou reconsidere o significado do termo “vantagem indevida”, pois entende que a redação do artigo é vaga.

Vantagem indevida é termo usual e de simples entendimento. Desse modo, a redação original foi mantida.

4.21.2 Inciso II – Omissão de conflitos de interesses

A S&P sugere a supressão do inciso II, pois entende que outras subseções da Minuta, a exemplo do art. 16, inciso III, já são suficientes para coibir a omissão da agência em divulgar informações sobre conflito de interesses.

As vedações claras e objetivas são importantes ferramentas no processo de supervisão e **enforcement** dos diversos participantes do mercado. Assim, a redação original foi mantida.

4.21.3 Inciso IV – Remuneração

A SR sugere a revisão da redação do inciso IV, pois a atividade de classificação de risco está atrelada aos preços praticados no mercado, os quais não são passíveis de variação em função da receita oriunda da entidade classificada.

O objetivo da CVM é exatamente preservar essa prática de não atrelar receita proveniente da entidade avaliada à remuneração dos analistas. Desse modo, a redação original foi mantida.

4.21.4 Inciso V – Consultoria

A Liberum sugere que se indique, a exemplo do que é feito no art. 23, parágrafo único, da Instrução CVM nº 308, de 14 de maio de 1999, os serviços de consultoria que, a entendimento da CVM, possam comprometer a independência do trabalho da agência.

Vide comentário da CVM no item 4.3.1.



4.21.5 Inciso VI – Recomendações

A LF sugere que as palavras “propostas” e “recomendações” sejam mais bem definidas, pois entende que a classificação atribuída em uma operação não se confunde com uma recomendação.

Os termos são suficientemente claros e de fácil entendimento. Desse modo, a redação original foi mantida.

4.21.6 Inciso VII – Vedações à emissão de classificação de risco

A Moody’s entende que a disposição do art. 22, inciso VII, ‘a’, complementada pelo parágrafo único do art. 22, é desnecessariamente mais restritiva do que o Código de Conduta da IOSCO ou a Regulamentação da União Europeia. O Código de Conduta da IOSCO vincula as restrições de negociação de títulos ao escopo da área de atuação do funcionário, ao invés do escopo das atividades de classificação de risco da agência. Do mesmo modo, a regulamentação da Europa foca na área de atuação do analista e não nas atividades da agência.

O inciso VII foi aprimorado e a CVM acredita que o pleito do participante tenha sido atendido.

A ANBIMA sugere que seja esclarecido que a vedação do art. 22, VII, “a” aplica-se aos ativos financeiros emitidos no mercado de valores mobiliários, tal como dispõe o escopo da Instrução, nos moldes do art. 1º, inciso II.

A Liberum sugere que a expressão “ativo financeiro” seja substituída por “ativo”, pois entende que o primeiro compreende um sentido amplo, referindo-se a títulos diversos, tais como ouro e moedas e, como a agência de **rating** não se limita ao mercado de valores mobiliários, a utilização do termo “ativo financeiro” pode suscitar dúvidas sobre o escopo das regras da Instrução.

As exceções são tratadas exclusivamente no parágrafo único do art. 22, não havendo qualquer relação entre o art. 22, inciso VII e o art. 1º, inciso II.

A ANBIMA sugere que seja definido um tempo mínimo para que a relação disposta no art. 22, inciso VII, “d” seja considerada um conflito de interesses e, conseqüentemente, seja vedada a emissão de relatórios de classificação de risco de crédito.



Consultas específicas devem ser encaminhadas à Superintendência de Relações com Investidores Institucionais - SIN, que será a área técnica responsável pela aplicação da referida norma.

4.21.7 Inclusão do inciso VIII – Contratação condicionada

A ANBIMA sugere que seja incluído um novo inciso ao art. 22, para vedar que a contratação de classificação de risco de uma pessoa jurídica seja condicionada à contratação de **rating** das demais dívidas e títulos emitidos e/ou que serão emitidos por ela.

Os termos contratuais são estipulados entre os contratantes e não devem estar previstos na norma, salvo se houver relevante interesse público envolvido.

4.21.8 Parágrafo único – Exceções à vedação de negociação de ativos financeiros da entidade avaliada

A Fitch propõe que apenas analistas que cubram determinados setores sejam proibidos de investir em fundos do setor aplicável, pois entende que a vedação dos referidos artigos é muito ampla.

Vide comentário da CVM no item 4.21.6.

4.22 Vedações aos analistas (art. 23)

4.22.1 Inciso I – Operações com ativos financeiros

A Fitch solicita a alteração do referido inciso, para que se esclareça que os analistas não são proibidos de participar de operações comuns de consumidores, operações bancárias típicas ou produtos de seguros. A Fitch entende que a vedação é muito restritiva, pois “ativos financeiros” podem ser amplamente interpretados.

A sugestão não foi acatada, porque a CVM entende que o analista que esteja atuando na classificação de risco de determinada entidade deve estar sujeito a uma disciplina bastante estrita, com o objetivo de mitigar eventuais conflitos de interesses.

4.22.2 Inciso III – Partes Relacionadas

A S&P sugere que se qualifique “relacionamentos” e “terceiros relacionados”, de modo a esclarecer o escopo e evitar a imposição de uma proibição muito ampla.



[Sob Sigilo] sugere que se inclua quais relações podem causar conflitos de interesses (ser amigo ou ter grau de parentesco com algum administrador de uma empresa, ter trabalhado na instituição, etc.).

A Superintendência de Relações com Investidores Institucionais - SIN, área técnica responsável pela aplicação desta norma, irá editar um Ofício-Circular esclarecendo a abrangência da expressão “partes relacionadas”.

4.23 Organização das atividades da agência de classificação de risco (art. 25)

A ANBIMA sugere a inclusão de um inciso ao art. 25, de forma a assegurar que todas as decisões acerca da emissão de uma classificação de risco de crédito sejam tomadas de forma colegiada, não ficando, portanto, sob a responsabilidade de um único analista.

Vide comentário da CVM ao item 4.15.1.

A Moody's entende que as agências não podem assegurar total aderência a padrões (**compliance**) e seria mais adequado se tais exigências focassem no desenho das políticas, procedimentos e sistema relevantes.

Essa orientação a respeito de regras, procedimentos e controles internos é prevista em diversos normativos da CVM, sendo um padrão a ser seguido e que busca otimizar as melhores práticas por parte dos regulados.

Como destacado no art. 24 da norma, a agência de classificação de risco de crédito deve implantar regras, procedimentos e controles internos que viabilizem o permanente atendimento às normas e regulamentações vigentes, referentes à própria atividade de classificação de risco de crédito e aos padrões ético e profissional aplicáveis.

Assim, a organização das suas atividades, com o objetivo de que as pessoas envolvidas na emissão da classificação de risco desempenhem sua função com independência, torna-se fundamental.

4.23.1 Inciso I – Independência

A Liberum entende que a pessoa jurídica não pode atestar que um profissional atue com independência, mas pode garantir a existência de mecanismos que visem atestar a independência dos profissionais de seus quadros, e que tais mecanismos sejam cumpridos.



A norma não objetiva que a agência ateste que um profissional atue com independência, mas sim que as atividades da agência sejam organizadas de forma a assegurar que os analistas atuem com independência.

Dessa forma, a redação original foi mantida.

4.23.2 Inciso III – Infrações ao código de conduta

A Moody's acredita que o inciso III deve ser revisado para refletir a realidade, pois existe uma gama de respostas potencialmente adequadas a uma violação do código de conduta de uma agência e que ela deve poder decidir, a seu critério, como responder a uma violação.

Exatamente por existir uma gama de respostas potencialmente adequadas a uma violação do código de conduta, o normativo não entra em maiores detalhes a respeito da punição específica de infrações. O dispositivo apenas exige uma atitude da agência ao constatar infrações ao seu código de conduta.

Desse modo, a redação original foi mantida.

4.23.3 Inciso IV – Conflito de interesses

A S&P entende que a redação das provisões relativas à eliminação do conflito de interesse é muito ampla, sugerindo a seguinte redação: obrigação de (a) identificar e (b) eliminar, ou gerenciar e divulgar os possíveis conflitos de interesse que possam afetá-las e aos seus funcionários. A Moody's se manifestou na mesma linha.

A redação foi ajustada de modo a atender à preocupação dos participantes.

4.23.4 Inciso V – Rodízio

Lobo Advogados entende que a previsão “se for necessário” no artigo 25, inciso V, deveria ser retirada ou que a CVM estabelecesse um critério objetivo para os casos em que considera necessário o sistema de rodízio.

LF entende que no inciso V do art. 25 a expressão “assegurar” não é compatível com a expressão “se for o caso”.



A redação foi ajustada de modo a deixar claro que o rodízio não é obrigatório, mas deve ser divulgado, caso a agência opte por utilizar esse mecanismo no Brasil.

4.24 Deveres do administrador responsável por controles internos (art. 26)

A Liberum sugere condicionar a existência do administrador responsável pela implementação e cumprimento de regras, procedimentos e controles internos ao porte da agência.

Vide comentário da CVM ao item 4.3.3.

A Moody's acredita que as responsabilidades propostas de implementação e atendimento sejam inconsistentes com o papel de um diretor de **compliance** independente. Os diretores de **compliance** não implementam, eles mesmos, as políticas, procedimentos e controles internos, sendo responsabilidade da linha de negócio, não podendo, inclusive, haver expectativa de que os diretores de **compliance** devam garantir o atendimento, só se podendo esperar que ajam diligentemente para implementar, monitorar e relatar os passos razoavelmente tomados para o atendimento pela agência às leis aplicáveis.

Vide comentário no item 4.3.3.

A SR sugere que seja acrescentado um parágrafo para permitir que a atividade desempenhada pelo administrador responsável pela implementação e cumprimento de regras, procedimentos e controles internos e desta Instrução possa ser realizada e verificada por terceiros especializados, ou seja, um profissional contratado para este fim específico.

O administrador responsável pelos controles internos deve estar vinculado à agência, sendo diretor estatutário, sócio gerente ou administrador não sócio que tenha poderes específicos de gestão.

4.24.1 Inciso II – Relatório de compliance

A Fitch entende não estar claro a que exames se refere o inciso II, mas que incluirá os resultados das auditorias relevantes no relatório solicitado, propondo ainda, assim como [Sob Sigilo], que os relatórios sejam fornecidos anualmente e não semestralmente.

A S&P entende que o requisito de preparar relatórios semestrais de **compliance**, ultrapassa a necessidade de se assegurar o monitoramento do cumprimento das normas e políticas de procedimento da



agência existentes, podendo acarretar custos e despesas desnecessárias, sugerindo que a CVM ofereça mais flexibilidade às agências para decidirem a frequência de preparação de tais relatórios.

A Moody's concorda que o diretor de **compliance** deverá informar periodicamente à administração sênior e ao conselho da agência sobre o cumprimento de suas responsabilidades, no entanto, sugere que o inciso II do artigo 26 seja revisado de modo a estar em conformidade com a Regulamentação da União Europeia, que descreve a obrigação de relatar em termos mais genéricos.

O comentário foi considerado pertinente e está refletido na norma.

4.24.2 § 1º – Segregação de funções

[Sob Sigilo] sugere que o administrador possa exercer outra função na agência desde que não tenha funções relacionadas à emissão da classificação de risco (analistas) e a qualquer atividade comercial.

O dispositivo já reflete a sugestão do participante.

Casos específicos devem ser encaminhados para consulta à Superintendência de Relações com Investidores Institucionais - SIN, que será a área técnica responsável pela aplicação da referida norma.

4.25 Política de remuneração (art. 27)

A Moody's acredita que divulgar políticas e os modelos de remuneração poderia gerar consequências negativas involuntárias, precisando a agência ser capaz de preservar a confidencialidade de informações sensíveis, tais como os detalhes de suas políticas e estruturas de remuneração.

A exigência de divulgação de política de remuneração e de avaliação de desempenho de analistas segue o padrão adotado internacionalmente. Desse modo, a redação original foi mantida.

4.25.1 Parágrafo único – Vinculação ao desempenho comercial da agência

Fitch, Moody's, SR, S&P e [Sob Sigilo] solicitam que a restrição do parágrafo único do artigo 27 não seja aplicada em relação ao administrador responsável pela agência, entendendo que somente a remuneração do administrador responsável pela implementação e cumprimento de regras, procedimentos e controles internos não pode estar associada ao desempenho comercial da agência.



O comentário é pertinente e está refletido na norma.

4.26 Segregação de atividades (art. 28)

A S&P solicita que se reconsidere a redação do **caput** do art. 28, de modo que as agências devem garantir a “adequada”, ao invés de “completa” segregação de atividades, entendendo que a regra proposta estabelece uma proibição absoluta de haver qualquer interação entre as diversas áreas ou entidades relacionadas, mesmo se não houver qualquer conflito de interesses potencial entre estas, sendo tal requisito custoso e difícil de implementar.

O comentário é pertinente e está refletido na norma.

Lobo Advogados sugere a implementação de uma estrutura de gerenciamento de risco com o intuito de restringir o acesso às informações privilegiadas ao menor número possível de pessoas. Também sugere que o administrador incumbido pela implementação/cumprimento das regras e procedimentos internos mantenha atualizada uma relação dos funcionários, departamentos e áreas estratégicas que tenham ou tiveram acesso a informações privilegiadas.

Vide redação do art. 28, inciso III, da Instrução.

4.27 Metodologias (art. 29)

Lobo Advogados sugere no artigo 29 que a Instrução tenha uma previsão específica para que as agências de classificação de risco façam constar em campos distintos do formulário de referência as metodologias e procedimentos adotados para realizar a análise de produtos financeiros estruturados e para produtos financeiros tradicionais. Também entende que a emissão de relatórios e divulgação das informações relacionadas aos produtos financeiros estruturados deveria ser distinta dos demais produtos financeiros.

Com relação aos produtos financeiros estruturados, a CVM entendeu conveniente exigir requisitos adicionais no relatório e uma simbologia diferenciada. Campos distintos para descrição das metodologias não parecem necessários ou eficientes. Todas as metodologias adotadas pela agência devem estar descritas em campo único, para facilitar o acesso do usuário à informação.

A ANBIMA sugere a inclusão de um parágrafo único ao art. 29, para que, nos termos do inciso II do **caput**, caso exista alguma alteração, se deva manter disponível na rede mundial de computadores a



metodologia alterada, em sua versão anterior à revisão atual. Isso ofereceria maior **disclosure** ao mercado caso a agência venha alterar a metodologia de análise de forma que possa afetar as notas de **rating**.

A sugestão não foi acatada, porque se entendeu que essa informação, ao contrário, pode gerar confusão para o usuário.

4.28 Deveres da agência em caso de mudança de metodologias (art. 30)

A ANBIMA sugere a inclusão de um inciso ao art. 30, devendo a agência comunicar os emissores dos ativos financeiros ainda vigentes, que tenham sido objeto de classificação de risco, informando não somente a nova metodologia, mas apresentando um comparativo de quais são as mudanças incorporadas na revisão atual. Isso ofereceria mais informações aos emissores sobre as alterações da metodologia e mostraria onde impactam as notas emitidas até o momento.

A despeito do mérito da proposta da ANBIMA, a redação não foi submetida à audiência para comentários dos demais participantes, podendo ser objeto de considerações em futuras reformas da norma.

4.28.1 Inciso I – Divulgação imediata

A S&P solicita que a CVM considere ajustar a redação do inciso I do art. 30 para ficar em linha com a redação da regulação da União Europeia, considerando que o “impacto potencial” pode apenas ser avaliado como um resultado da análise e revisão a ser conduzida após as mudanças nas metodologias.

A sugestão foi acatada e está refletida na norma.

4.28.2 Inciso II – Reavaliação

A S&P também solicita que a CVM esclareça o escopo do artigo 30, II, relativo à reavaliação de todas as classificações de risco afetadas pela modificação das metodologias e critérios das agências, entendendo que as agências só devem reavaliar **ratings** que, como consequência de suas revisões, foram afetados pelas modificações na metodologia e critérios utilizados na atribuição de suas classificações de risco iniciais.

A Moody's solicita que o art. 30 seja revisado de modo que seja alinhado à regulamentação da União Europeia.



A sugestão foi acatada e está refletida na norma.

4.29 Informações sobre desempenho (art. 31)

A S&P sugere que a CVM reconsidere os incisos I e II do artigo 31, e itens 14 e 15 do Anexo 13, removendo, respectivamente, as referências a “probabilidade” e “probabilidade de **default**”, pois tais estudos de desempenho de **ratings** apenas abordam transições históricas de **ratings** e as frequências históricas de **default**, mas não são indicadores absolutos da probabilidade de **default**, e, portanto, não podem ser tomados como conclusões de um comportamento de **default** futuro.

A SR sugere a supressão do artigo 31, por não ser aplicável ao mercado local, tendo que evoluir bastante para que se permita a elaboração de matrizes de transição e matrizes de taxa de inadimplência. Também há conflito dos termos “histórico de desempenho” e “probabilidade de transição” (evento futuro), e a busca por estes dados pode ocorrer por outros meios.

[Sob Sigilo] sugere no art. 31 que não precisa ser feita uma matriz por segmento, mas, sim, uma matriz única consolidada para todos os **ratings**. Em alguns casos, não há um considerável número de **ratings** relativos a um produto, o que pode ocasionar resultados inconsistentes.

A Liberum entende que a matriz de transição e os dados sobre probabilidades de inadimplência por categoria de **rating** são as principais ferramentas para dar credibilidade ao trabalho de uma agência de classificação de risco, no entanto esse tipo de divulgação deve ser acompanhado por mecanismos que garantam que as informações já publicadas sejam coerentes, verificáveis e verdadeiras.

A Liberum também sugere a inserção de algumas premissas, como se seguem:

- a. exigir a divulgação de matrizes de transição e matrizes de inadimplência por categoria de **rating** para todas as classificações de risco de crédito atribuídas desde o início das operações da agência;
- b. divulgar as matrizes de transição e matrizes de inadimplência de todas as classificações de risco atribuídas em escala local. Caso a agência tenha abrangência global, apresentar também dados que apresentem seu desempenho de forma consolidada fora do Brasil;
- c. divulgação de matrizes de transição e matrizes de inadimplência por categoria de **rating** por produto, e de forma consolidada para os períodos solicitados;



- d. divulgação de informações históricas gerenciais e econômico-financeiras sobre o portfólio de **ratings** da agência, que permitam verificar que as informações divulgadas sobre o desempenho dos **ratings** por ela atribuídos sejam corretas e representem fielmente o histórico de emissão de classificação de risco da agência;
- e. declarações assinadas pelo diretor-presidente e (após registro) pelo administrador responsável pela agência perante a CVM e o administrador responsável pelo **compliance**, confirmando que os dados divulgados são precisos;
- f. divulgar todos os procedimentos, ferramentas e controles internos adotados pela agência para garantir que os dados históricos divulgados reflitam fielmente o desempenho real da agência durante todo o período considerado; e
- g. divulgar as definições mais relevantes para o entendimento dos dados de desempenho.

A CVM optou por manter a redação original proposta e voltar a avaliar essa questão após um período de tempo que permita o estudo dos formulários enviados pelas agências, passando a ter mais subsídios para eventualmente padronizar o tipo de informação sobre desempenho das agências.

4.30 Manutenção de arquivos (art. 32)

A Fitch considerou a exigência de guarda de documentos e informações por cinco anos demasiadamente onerosa e sugeriu que apenas os materiais analíticos significativos devam ser mantidos, em congruência com a política global da agência, que atende às exigências de diferentes jurisdições.

O Lobo Advogados propôs automatizar e padronizar o tempo de guarda dos documentos, definindo um prazo de “cinco anos para manutenção dos documentos e informações referentes aos processos administrativos contados do seu término”.

A CVM entende que a redação de exigência de guarda de todos os documentos por cinco anos está em linha com o dever imposto a outros jurisdicionados. Portanto, as sugestões não foram aceitas.

4.31 Multa cominatória (art. 34)

O Salusse Advogados sugeriu acrescentar uma ressalva no dispositivo para deixar claro que a multa não é “satisfativa e, portanto, não afasta a possibilidade de apuração de ilícito específico – responsabilidade subjetiva”.



A CVM entende que a ressalva não é necessária, tendo em vista que este tipo de previsão está contida em outras normas emitidas pela Autarquia e não há dúvidas sobre a competência de se apurar, em sede de processo administrativo sancionador e sem prejuízo da cobrança da multa prevista neste artigo, a ocorrência de condutas que infringem a legislação e as normas infralegais atinentes ao mercado de valores mobiliários.

Multa cominatória não é penalidade.

Desse modo, a redação original foi mantida.

4.32 Disposições finais e transitórias (art. 35)

A LF sugeriu que a realização de “**rating** não solicitado” – que não conta com a colaboração do emissor – seja vedada, em função das dificuldades e imprecisões que podem ser trazidas por este tipo de classificação.

Vide comentário da CVM ao item 4.15 (§ 1º – Classificação de risco não solicitada).

4.33 Prazo de Adaptação (art. 36 – atual art. 37)

A Liberum solicita que a CVM seja sensível a eventual prorrogação do prazo de adaptação, previsto na Minuta para 1º de janeiro de 2013, caso a Instrução seja publicada perto desta data.

A CVM sempre analisa a conveniência e a oportunidade de eventual prorrogação quando da publicação da norma final.

4.34 Documentos para a instrução do pedido de autorização (Anexo 4)

A S&P sugere que a CVM altere a referência a “manual de controles internos” por “informações sobre os procedimentos de controle interno”, pois as agências podem não ter necessariamente tais informações compiladas em um único manual, mas sim em um conjunto de políticas e procedimentos diferentes. Dessa forma, solicita o uso de uma linguagem mais genérica.

O comentário foi considerado pertinente e está refletido na nova redação da norma.



4.35 Formulário de referência (Anexo 13)

A S&P solicita que a CVM considere que talvez ainda não haja dados históricos suficientes para se preparar estudos abrangentes de um mercado como o brasileiro, sugerindo que a regulação possibilite às agências utilizarem, para o propósito do Anexo 13, seus estudos de desempenho de **ratings** preparados em âmbito global.

Quando da elaboração da audiência pública, a CVM já tinha conhecimento das alegações sobre o histórico insuficiente no Brasil. Apesar disso, entendeu que a informação é relevante e necessária, e que o marco histórico deve se iniciar em algum ponto, tendo fincado o ano de 2002 como ponto de partida.

Ademais, a CVM exige também a divulgação dos dados históricos globais, que não são substitutos dos locais, de modo que o mercado possa, com a constante divulgação das matrizes, comparar o desempenho das várias agências, em base uniforme, sejam globais ou nacionais.

Para a Liberum, causou estranheza a abrangência das informações solicitadas no anexo 13, em que a CVM determina que sejam divulgados dados referentes a ativos que não são classificados como valores mobiliários, indo além do inicialmente estabelecido nesta regra, já que no art. 1º, a CVM expõe que a norma será aplicada no âmbito do mercado de valores mobiliários.

Vide comentário da CVM no item 4.12.

O Lobo Advogados entende que poderia haver um campo específico no formulário de referência para que as agências descrevam a metodologia e processos utilizados para avaliação de produtos financeiros estruturados, com a finalidade de possibilitar avaliações comparativas entre as diferentes agências para este segmento.

Vide comentário da CVM no item 4.27.

4.35.1 Item 4 – Escopo das atividades

Em relação à divulgação de receitas por segmento (item 4.2.b) ou por clientes (itens 4.3 e 4.4), dada a sensibilidade de tais informações, a S&P e a Moody's solicitam que a regulação permita que as agências enviem tais informações à CVM de forma confidencial. A Moody's entende que tornar público o acesso a tais informações poderia enfraquecer os seus esforços e dos reguladores mundiais para proteger os analistas de tais informações, de modo a promover independência no processo de classificação de risco de crédito.



A Liberum entende que, havendo um número restrito de sócios na agência, haveria um custo corporativo, talvez excessivo, para informar publicamente os números detalhados de sua operação, como exigem os itens 4.2.b e o item 6, em sua íntegra. Também entende que as informações solicitadas nos itens 4.2.b e 6, em sua íntegra, não contribuiriam para um melhor entendimento da análise elaborada, pois em nenhum momento atestam a independência, a integridade e a idoneidade da agência de **rating**, devendo ser informações enviadas exclusivamente à CVM.

O participante sugere que a informação solicitada no item 4.4, determinando a identificação dos vinte maiores clientes em termos de receitas geradas, também seja enviada exclusivamente à CVM, já que esse dado pouco contribuiria para que o investidor avaliasse a independência das agências de **rating**.

A CVM revisitou o formulário de referência, tendo elidido os itens que não são disponibilizados publicamente em outras jurisdições, sem prejuízo de solicitar aquelas informações em suas futuras inspeções nas agências de classificação de risco.

Ademais, foi alterada a exigência de divulgação do montante da receita por percentual da receita.

[Sob Sigilo] sugere que no item 4.3 o percentual seja elevado para 10%, o que seria mais representativo.

A CVM optou por manter o percentual de 5%, seguindo o modelo europeu.

4.35.2 Item 5 – Auditores

A Liberum entende que, em relação ao item 5.2, como a contratação de um serviço de auditoria não é obrigatória, o custo corporativo de divulgar o parecer ao público poderia inibir a contratação desses serviços, e não incentivá-lo. Dessa forma, sugere que a CVM considere que, nos casos em que a agência contrate uma auditoria, o parecer seja enviado exclusivamente à CVM.

A CVM optou por elidir o item (vide comentário do item 4.35.1).

4.35.3 Item 6 – Informações financeiras selecionadas

[Sob Sigilo] deseja que a abertura das informações financeiras seja feita apenas para a CVM, entendendo que informações sobre faturamento e resultado líquido são estratégicas.



A CVM optou por elidir o item (vide comentário do item 4.35.1).

4.35.4 Item 10 – Remuneração

A S&P sugere que, em relação à obrigação de divulgação das políticas de remuneração de seus analistas e outros funcionários, se permita que as agências forneçam confidencialmente tais informações à CVM.

A CVM modificou o item sobre remuneração, adotando o padrão seguido internacionalmente, que aborda a divulgação apenas da natureza geral da política de remuneração.

4.35.5 Item 11 – Conflitos de interesse

Em relação ao item 11.1, a S&P considera que avaliar o trabalho progressivo de funcionários cujo trabalho apresente uma lacuna de tempo significativa entre seu envolvimento com aquela entidade e sua partida da agência, impõe uma carga excessiva de trabalho e não soluciona a percepção de conflito que essa provisão tenta abordar.

A agência deve descrever a sua política sobre o assunto, não havendo qualquer requisito pré-definido pela norma, com exceção da obrigação de **look back** prevista no art. 19, inciso IV.

4.35.6 Itens 14 e 15 – Matriz de transição e de taxa de inadimplência

A Fitch entende que como os itens 14.1.f e 15.1.f só se referem a um único emissor, o soberano brasileiro, não teriam nenhum sentido em termos estatísticos, sugerindo a substituição de “soberanos” e “emissões soberanas” por “finanças públicas” e “emissões de finanças públicas”.

O comentário foi acatado e está refletido na norma.

A S&P solicita que, em relação às categorias das classificações de risco cobertas nos relatórios de desempenho (itens 14 e 15, ‘a’ a ‘f’), a CVM permita que as agências organizem a compilação de relatórios para diferentes grupos de categorias de **ratings** de acordo com suas próprias práticas, evitando custos e trabalhos desnecessários derivados do requisito de construir tais relatórios de acordo com uma setorização pré-definida pela regulação, e atingindo o objetivo da CVM de aumentar a transparência dos **ratings** enquanto seus estudos identificarem os setores com os quais eles se relacionam.



Vide comentário da CVM ao item 4.29.

5. Outros comentários

Andrey Corrêa sugere inserir um art. 7º-A, a fim de prever suspensão de autorização ou cassação do registro de funcionamento às agências de classificação de risco que cometessem atos lesivos ao bom funcionamento do mercado.

Sugere ainda inserir um art 34-A, para que a SIN elabore, anualmente, um **ranking** das agências de classificação de risco ordenadas conforme índice de desempenho e governança.

As regras de cancelamento de registro de ofício são medidas excepcionais e devem estar atreladas a critérios objetivos, não constituindo penalidades, que só se operam após o trâmite de processo administrativo sancionador.

A ideia de ranking das agências de classificação de risco de crédito não encontra paralelo na regulamentação de qualquer outro participante do mercado de valores mobiliários brasileiro, não sendo padrão regulatório adotado pela Comissão.

Desse modo, as sugestões não foram acatadas.

6. Alterações de linguagem

As sugestões sobre linguagem, clareza ou estilo, quando atendidas, foram inseridas diretamente no texto sem discussão no presente relatório.

7. Proposta definitiva de instrução

A proposta definitiva de instrução, que incorpora as sugestões acatadas acima mencionadas, segue em anexo ao presente relatório.

Rio de Janeiro, 11 de abril de 2012.

Original assinado por

FLAVIA MOUTA FERNANDES

Superintendente de Desenvolvimento de Mercado



CVM *Comissão de Valores Mobiliários*