

FERNANDO KUYVEN

Coordenador

Alfredo de Assis Gonçalves Neto • Anelise Paschoal Garcia Duarte • Caio Campello de Menezes • Carolina Cristensen Gatti • Catarina Campos da Silva Pereira • Crisleine Barboza Yamaji • Daniel Kalansky • Fabio Augusto Tizziani Cepeda • Felipe Ronco •

DIREITO DOS FUNDOS DE INVESTIMENTO

Fernando Kuyven • Gabriel Saad Kik Buschinelli • Grasiela Cerbino • Gustavo Melo Gabriel • Gustavo Tavares Borba • Haroldo Malheiros Duclerc Verçosa • Henrique Cunha Barbosa • Isabella Christina Capasso Abe • Ivan Iegoroff de Mattos • João Luis Nogueira Matias Filho • João Paulo Hecker da Silva • José Alexandre Tavares Guerreiro •

Prefácio de **Modesto Carvalhosa**

José Henrique Longo • Kaue Cardoso de Oliveira • Leonardo Adriano Ribeiro Dias • Leonardo Anthero Auriema • Lucas Hermeto • Luciana Dias • Luiz Filipe Oliveira Santos • Luiza Coelho da Rocha • Marcelo Barbosa • Marcelo Vieira von Adamek • Márcia Setti • Mariana Hofmann Fuckner • Milton Barossi Filho • Norma Jonssen Parente • Otavio Yazbek • Paulo Fernando Campos Salles de Toledo • Rachel Sztajn • Rafael Andrade • Rafael Palma Bifano • Ronaldo Vasconcelos • Sheila C. Neder Cerezetti • Thais Vieira Lima

Atualizado de acordo com
o **Novo Marco Regulatório**
(Resolução CVM 175)

THOMSON REUTERS

**REVISTA DOS
TRIBUNAIS™**

NOVO ARCABOUÇO REGULATÓRIO DOS FUNDOS DE INVESTIMENTO EM DIREITOS CREDITÓRIOS – O ANEXO II DA RESOLUÇÃO CVM Nº 175, DE 2022

LUCIANA DIAS¹

SUMÁRIO: I. Introdução. II. A evolução do regime jurídico dos FIDCs. III. Inovações trazidas pelo novo marco regulatório ao regime dos FIDCs. IV. Verificação de lastro e guarda física dos documentos relativos ao lastro. V. Liquidação física e financeira e cobrança ordinária e extraordinária. VI. Conclusões.

I. Introdução

Os fundos de investimento em direitos creditórios (FIDCs) foram criados pela Resolução do Conselho Monetário Nacional (CMN) nº 2.907, de 2001, que atribuía à Comissão de Valores Mobiliários (CVM) poderes para regulamentar

tal produto. Em seguida, esses fundos foram regulamentados pela Instrução CVM nº 356, de 2001, que, por mais de duas décadas, foi o principal documento a reger a matéria, tornando-se, assim, uma das longevas regulamentações editadas pela CVM.

1. Professora da Escola de Direito da Fundação Getulio Vargas (desde 2008) e sócia do L|Dias Advogados (desde 2016). Foi diretora da Comissão de Valores Mobiliários – CVM (2010-2015); Superintendente de Desenvolvimento do Mercado da CVM (2008-2010). Representante da CVM no Comitê de Governança Corporativa da Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico – OCDE (2011-2015) e na Mesa Redonda de Governança Corporativa da América Latina organizada pela OCDE (2009-2015). Doutora (2014) e Mestre (2005) em Direito Comercial pela Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo – USP. Mestre em Direito pela Escola de Direito da Universidade de Stanford (Master of the Science of Law – J.S.M., 2005).

Esse cenário, contudo, será alterado quando da entrada em vigor da Resolução CVM nº 175, editada em 23 de dezembro de 2022. Referido diploma normativo, além de consubstanciar o novo marco regulatório dos fundos de investimento em geral, também revogará, por completo, a Instrução CVM nº 356, de 2001, que trata dos FIDCs e a Instrução CVM nº 444, de 2006, que versa sobre os FIDCs não padronizados. Assim, a Resolução CVM nº 175, de 2022, e, mais especificamente, o seu Anexo Normativo II, passarão a representar o novo arcabouço jurídico dos FIDCs no Brasil, em todas as suas modalidades.

Diante dessa nova realidade, o presente artigo tem dois objetivos principais. Primeiro, este texto explora a evolução do regime regulatório aplicável aos FIDCs, a fim de contextualizar as suas alterações ao longo dos anos até a edição da Resolução CVM nº 175, de 2022. Em especial, ao se retomar os eventos que fundamentaram as reformas das regras aplicáveis a esses veículos, o que se busca é rememorar que essas mudanças, mesmo que hoje sejam objeto de críticas, foram motivadas por perigos reais que, à época, colocavam em risco a higidez da indústria brasileira de FIDCs, sobretudo, em decorrência de falhas na estruturação e na governança desses veículos.

O segundo objetivo deste artigo consiste em descrever e discutir as três principais alterações do arcabouço regulatório de FIDCs promovidas pela CVM

em 2022, quais sejam: (i) as flexibilizações que possibilitam estruturas de “originar para distribuir”; (ii) as características dos FIDCs destinados a varejo; e, por fim (iii) a redistribuição de funções e responsabilidades dos prestadores de serviço dos FIDCs.

Para tanto, o presente artigo está dividido em três partes, além desta Introdução. A Seção II apresenta a evolução das normas regulatórias aplicáveis aos FIDCs e retoma os fundamentos que ensejaram a sua principal reforma, implementada em 2013. A Seção III, em seguida, explica em detalhes as citadas três grandes novidades trazidas pelo novo marco regulatório em relação aos referidos veículos, bem como discute em que medida essas inovações se afastam ou se aproximam tanto da tradição da CVM em matéria de regulação dos FIDCs, quanto das recomendações internacionais relativas aos produtos de securitização. Por fim, a Seção IV resume as principais conclusões deste artigo.

II. A evolução do regime jurídico dos FIDCs

A antiga Instrução CVM nº 356, de 2001, em decorrência de seus 21 anos de vigência, apesar de uma das mais longevas editadas pela CVM, passou por diversas modificações, algumas pontuais e, outras, mais profundas.

Nesse sentido, a reforma mais importante – e controversa – do regime jurídico dos FIDCs foi a edição da

Instrução CVM nº 531, de 2013². Essa reforma buscou melhorar os processos operacionais e controles dos principais prestadores de serviços desses veículos, esclarecer o que se esperava especificamente dos custodiantes no que concerne às obrigações de guarda física de documentos e verificação do lastro e validação dos critérios de elegibilidade dos direitos creditórios que compunham a carteira desses fundos, bem como alinhar tal produto aos padrões internacionais de regulação.

Como pano de fundo, de um lado, as opções regulatórias consubstanciadas na reforma de 2013 tiveram origem, em grande medida, nas acaloradas discussões internacionais sobre a indústria de securitização no contexto das avaliações e reflexões sobre as potenciais razões que provocaram a crise de 2008, uma crise econômica até então sem precedentes cujas causas foram principalmente atribuídas, ao menos em um primeiro momento, a falhas regulatórias nos produtos de securitização.

Porém, de outro lado, a reforma também visava resolver problemas específicos do nosso mercado. Havia, à época, práticas inadequadas bastante disseminadas no mercado brasileiro relativas ao controle dos direitos creditórios que compunham a carteira dos FIDCs, muitas das quais facilitaram fraudes vultosas, causando prejuízos significativos para os investidores e colocando em risco a confiança nos produtos de securitização que já estavam abalados em virtude da crise econômica de 2008.

Diante dessas demandas, o resultado da reforma regulatória de 2013 foi a ampliação das responsabilidades dos prestadores de serviço dos FIDCs e a proibição de certas práticas de estruturação de produtos de securitização em decorrência dos conflitos de interesses a elas inerentes, notadamente, o que o mercado convencionou chamar de “originar para distribuir”³.

Mais especificamente, para responder as demandas previamente

2. No âmbito da CVM, o intenso debate que deu origem à reforma de 2013 está documentado em decisões do Colegiado (ver, como exemplo, o Processo CVM nº RJ2011/12712, Rel. Superintendência de Relações com Investidores Institucionais (SIN), j. 2.5.2012, e o Processo CVM nº RJ2012/7947, Rel. SIN, j. 8.1.2013), em memorandos internos (ver, como exemplo, o MEMO/PFE-CVM/GJU-1/Nº 129/11) e nos documentos que cercaram a Instrução CVM nº 531, de 2013 (ver, como exemplo, o Edital da Audiência Pública nº 05/2012, disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/audiencias_publicas/ap_sdm/2012/sdm0512.html>. Acesso em: 5 jun. 2023).
3. A esse respeito, vale citar as palavras da própria CVM no Relatório da Audiência Pública nº 05/2012: “Primeiramente, cabe dizer que a vedação imposta pelo §2º do art. 39 buscou também inibir a ocorrência de um dos principais conflitos existentes na estruturação dos produtos de securitização – originar para distribuir – em que os créditos são concedidos sem a devida diligência tendo em vista a sua subsequente cessão para terceiros”. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/audiencias_publicas/ap_sdm/anexos/2012/sdm0512-relatorio.pdf>. Acesso em: 5 jun. 2023.

mencionadas, a CVM aprovou um arcabouço – a citada Instrução CVM nº 531, de 2013 – que passou a exigir dos prestadores de serviço dos FIDCs, em especial do custodiante, atividades que, em grande medida, eram distintas daquelas que esses agentes praticavam em relação a outras modalidades de fundos no mercado brasileiro, ou mesmo daquilo que era exigido em outros lugares do mundo, o que, naturalmente, criava dificuldades operacionais e riscos regulatórios maiores para atuação desses agentes na indústria de FIDCs.

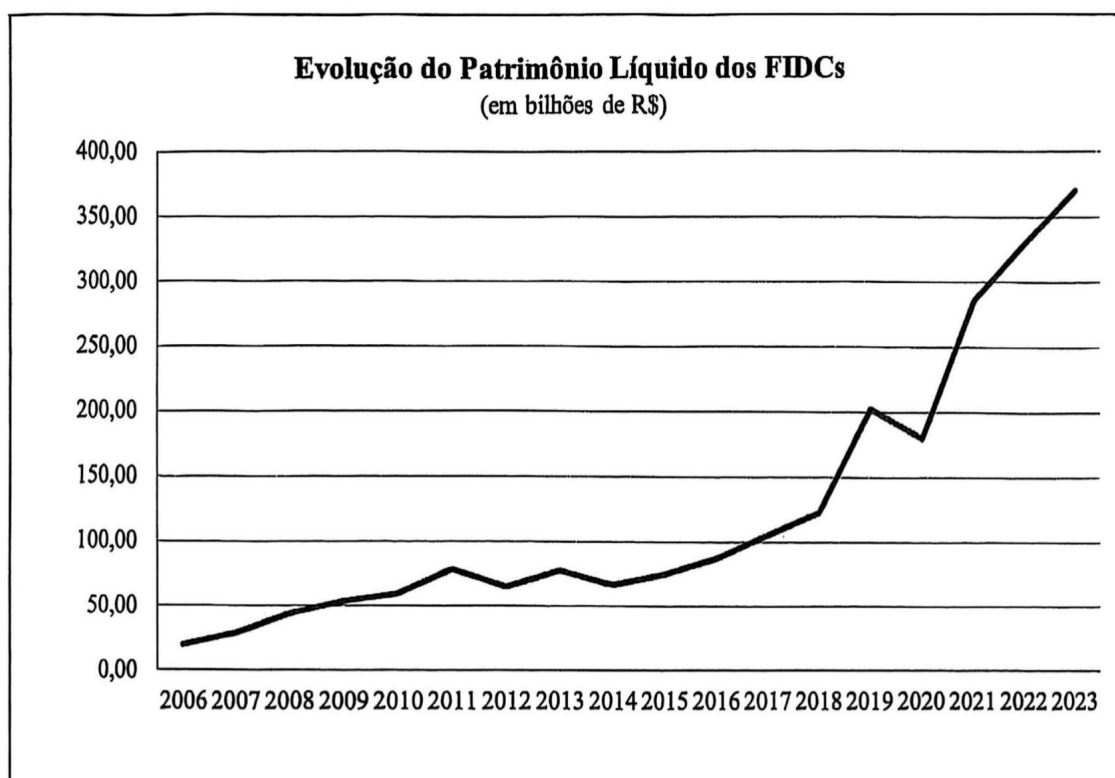
Essas novas condições afastaram do mercado de FIDCs muitas das maiores e mais tradicionais instituições, tanto nacionais quanto estrangeiras, que são justamente aquelas que costumeiramente apresentam práticas operacionais mais estruturadas e maduras, mais poder de investimento em tecnologia, e, por isso, em geral, controles mais robustos.

Por essa razão, desde 2013, há debates importantes e legítimos entre a CVM e os agentes de mercado a respeito de como equilibrar a segurança almejada pelo regulador e os custos operacionais e regulatórios dos prestadores de serviços da indústria, promovendo uma redistribuição de funções dentro da estrutura dos FIDCs.

Assim, pouco tempo após o período de adaptação dos veículos existentes ao novo regime instituído pela reforma de 2013, a CVM demonstrou disposição para rediscutir a estrutura de responsabilidades na indústria de FIDCs, considerando, sobretudo, os avanços tecnológicos trazidos pela possibilidade de se registrar os direitos creditórios em sistemas eletrônicos. Com o uso de ferramentas como análise de dados e inteligência artificial, esses sistemas trouxeram novas formas de realizar a verificação da existência e a avaliação da consistência dos direitos creditórios que compõem a carteira desses fundos, assim contribuindo significativamente para solução dos empasses causados pela reforma de 2013, aumentando a atratividade de prestadores de serviços para esse mercado.

Esse debate era ainda mais pertinente porque a indústria de FIDCs não deixou de crescer mesmo após o enrijecimento das regras em 2013. Pelo contrário, em dezembro de 2013, o número de FIDCs e FIC-FIDCs era de 425 e, em abril de 2023, esses mesmos fundos somavam mais de 2000⁴. No mesmo período, o patrimônio líquido desses fundos foi multiplicado por 7, atingindo quase R\$ 370 bilhões em abril de 2023, conforme demonstra o gráfico abaixo⁵.

4. Dados retirados dos Boletins de Fundos de Investimento divulgados mensalmente pela Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais (ANBIMA) entre dezembro de 2013 e abril de 2023. Os dados incluem FIDCs e FIC-FIDCs. Disponível em: <https://www.anbima.com.br/pt_br/informar/relatorios/fundos-de-investimento/boletim-de-fundos-de-investimentos/boletim-de-fundos-de-investimentos.htm>. Acesso em: 5 jun. 2023.



Fonte: Elaboração própria.

Em outras palavras, o mercado de FIDCs permaneceu crescendo muito rapidamente mesmo sem a atuação ostensiva dos agentes mais tradicionais. Hoje, essa indústria é dominada por prestadores de serviços menores, mais especializados e muitos deles novos no mercado de fundos de investimento.

Obviamente, isso não é necessariamente ruim, pois, ao contrário, significa que há mais concorrência, especialização e opções para os investidores. Contudo, não se pode negar que é muito mais difícil supervisionar um mercado pulverizado e repleto de instituições novas, que em geral têm processos menos maduros, do que um mercado no qual atuam agentes consolidados.

Além disso, é sempre indesejável que a regulação seja o fator que afaste

agentes consolidados de um mercado, tendo em vista que esse pode ser um sinal de que a regulação está atuando como um agente de seleção adversa que ao invés de melhorar a qualidade geral dos serviços prestados no mercado, pode motivar a sua piora.

Assim, o diálogo aberto pela CVM após a reforma de 2013 e que, como será discutido a seguir, foi refletido na Resolução CVM nº 175, de 2022, tende a mudar ou, ao menos, aumentar o número de prestadores de serviços atuando na indústria de FIDCs, uma vez que a redistribuição das obrigações dos prestadores de serviço deve trazer ao mercado participantes (novos e tradicionais) afastados por aquela reforma. Consequentemente, a estrutura, tamanho e importância dessa indústria

tendem a ser, no futuro, muito diferentes do que temos hoje.

Antes de tratar das alterações promovidas meio da Resolução CVM nº 175, de 2022, porém, é importante mencionar dois marcos regulatórios que contribuíram para o processo de amadurecimento das discussões entre CVM e mercado junto às inovações tecnológicas trazidas na estrutura de registro de direitos creditórios.

O primeiro deles corresponde à edição da Resolução CMN nº 4.593, de 2017, que reconheceu as entidades registradoras de direitos creditórios como infraestruturas de mercado, reguladas pelo Banco Central. Desde então, essas entidades – algumas *startups*; outras, unidades de negócios de instituições já consolidadas – vêm desenvolvendo módulos para oferecer o serviço de registro dos mais diversos tipos de direitos creditórios, notadamente, os recebíveis de cartão de crédito e as duplicatas eletrônicas, ambos já regulamentados pelo Banco Central.

Adicionalmente, atendendo a um pleito antigo da indústria, que via certas categorias de FIDCs como fundos suficientemente seguros e que mimetizavam produtos de renda fixa, a Resolução CMN nº 4.694, de 2018, revisitou a Resolução CMN nº 2.907, de 2001, autorizando que tais fundos fossem distribuídos para o público em geral, observada a regulamentação da CVM.

Em vista desses dois marcos, em 2018, a CVM promoveu uma audiência restrita na qual fez propostas de reformas e recebeu comentários de entidades e associações de mercado. Nessa oportunidade, a autarquia também ouviu as contribuições oriundas do Laboratório de Inovação Financeira, formado a partir de uma parceria entre a própria CVM, a Associação Brasileira de Desenvolvimento (ABDE) e o Banco Interamericano de Desenvolvimento (BID); e de um estudo realizado pela Associação Brasileira de Crédito Digital (ABCD)⁶.

No início de 2019, antes que a CVM submetesse à audiência pública os temas já debatidos com os principais participantes do mercado de securitização, foi editada a Medida Provisória nº 881, de 2019, convertida na Lei nº 13.874, de 2019 (Lei de Liberdade Econômica), surpreendendo todo o mercado.

A Lei de Liberdade Econômica deu origem às discussões das reformas que foram posteriormente consubstanciadas pela CVM na Resolução CVM nº 175, de 2022, e aplicáveis à indústria de fundos de investimento em geral, mas muitas das inovações trazidas nessa resolução em relação aos FIDCs e discutidas adiante neste artigo já haviam sido, em alguma medida, objeto de consenso entre CVM e mercado mesmo antes da edição de referida lei. Ainda assim, à época, a autarquia entendeu que não havia sentido em promover uma audiência pública para discutir essas

6. Cf. Edital da Audiência Pública nº 08/2020. Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/audiencias_publicas/ap_sdm/2020/sdm0820.html>. Acesso em: 5 jun. 2023.

inovações sem abordar também os demais temas (tão relevantes) tratados na Lei de Liberdade Econômica.

Nesse contexto, a norma submetida pela CVM à audiência pública em 2020 e que resultou no Anexo II da Resolução CVM nº 175, de 2022, condensou dois grandes grupos de discussões: de um lado, o grupo daquelas que já vinham sendo amadurecidas desde a reforma de 2013, específicas da indústria de FIDC, tais como: o registro de recebíveis como forma de verificar a existência e monitorar o comportamento do lastro do ativo dos fundos, a possibilidade de distribuição desses fundos para o varejo e a redistribuição de funções dos prestadores de serviço na cadeia de FIDCs; de outro lado, o grupo daquelas mudanças trazidas pela Lei de Liberdade Econômica, que promoveu, entre outras inovações, a possibilidade de responsabilidade limitada para os cotistas de fundos de investimento.

Esses dois conjuntos de alterações mudam profundamente o arcabouço regulatório da indústria de FIDC e a distribuição de responsabilidades entre os seus prestadores de serviços.

É incomum que a CVM promova, de uma só vez, mudanças tão profundas no arcabouço jurídico de um produto financeiro e, ao mesmo tempo, autorize que esse produto seja distribuído com mais abrangência aos investidores de varejo. Geralmente, a autarquia faz alterações no arcabouço regulatório de forma bastante gradual, testando as inovações antes de autorizar que o público em geral seja exposto a elas

ou estabelecendo salvaguardas importantes para minimizar eventuais e imprevisíveis efeitos adversos.

O Anexo II da Resolução CVM nº 175, de 2022, ao contrário, é ousado: abre mão de certas salvaguardas antes presentes na regulação, como os limites para a prática “originar para distribuir” (em subclasses de cotas destinadas para investidores qualificados e profissionais) e, ao mesmo tempo, estabelece a possibilidade de os FIDCs serem distribuídos para o varejo, realoca funções dos prestadores de serviços, eliminando certas redundâncias propostas impostas pelo regime anterior como medidas de *checks and balances* e boa governança na estrutura desses produtos.

Se, de um lado, a realidade demonstra que não há qualquer sentido em manter FIDCs afastados dos investidores de varejo, uma vez que hoje existe uma oferta abundante para esses investidores de outros ativos financeiros ainda mais complexos, arriscados, voláteis e menos regulados e transparentes, como os criptoativos ou os *tokens* de ativos não regulados, entre outros; de outro lado, dar esse passo ao mesmo tempo em que se flexibiliza salvaguardas é desafiador.

Qualquer desses movimentos isoladamente seria importante e potencialmente transformador para a indústria, mas todos eles ao mesmo tempo tendem a transformar o que conhecemos hoje de maneira bastante contundente, tanto em termos de tamanho, uma vez que o varejo abre caminho para um crescimento exponencial, como em termos

de diversificação de produtos, tendo em vista que as flexibilizações previstas na nova norma devem diminuir custos operacionais e possibilitar a criação de FIDCs distintos dos que temos hoje.

III. Inovações trazidas pelo novo marco regulatório ao regime dos FIDCs

a) Flexibilização da vedação ao “originar para distribuir”

A Instrução CVM nº 356, de 2001, tal como reformada em 2013, vedava que o administrador, o gestor, o consultor especializado e o custodiante ou partes a eles relacionadas cedessem direitos creditórios aos FIDCs em que atuassem⁷. De acordo com a CVM, tal proibição tinha como objetivo inibir as estruturas do tipo “originar para distribuir”, evitando “*situações de desalinhamento de interesses e incentivos entre os diversos participantes da montagem e venda da operação de securitização e os investidores finais*”⁸.

As estruturas de “originar para distribuir” podem dar ensejo a, pelo menos, dois tipos de comportamentos indesejados. O primeiro deles é a possibilidade de concessão de crédito pela entidade originadora sem a diligência esperada para esse tipo de operação. Nesse modelo, em momento (muitas

vezes imediatamente) subsequente à concessão, tal crédito é cedido a terceiros (em geral, fundos de investimento), sem que a instituição responsável por estabelecer os critérios de concessão e por analisar o seu efetivo cumprimento retenha qualquer risco relacionado a essa operação. Com isso, os incentivos para a utilização de critérios robustos e análises rigorosas na concessão do crédito acabam por ser minimizados.

Nesse tipo de estrutura, a remuneração do originador corresponde a uma porcentagem ou uma taxa fixa da operação originada, sem qualquer ligação com o desempenho daqueles créditos no futuro, de modo que quanto mais operações, maior a sua remuneração. Em outras palavras, a estrutura incentiva o volume na concessão de crédito, e não a qualidade da carteira de direitos creditórios, o que se torna um risco não só para quem adquire o crédito, mas também para a estabilidade de todo o sistema financeiro.

O segundo comportamento indesejado que a autarquia buscava evitar com os limites impostos a operações de “originar para distribuir” era a falta de diligência adequada por parte do gestor do fundo de investimento que adquirisse os créditos gerados por uma entidade a ele ligada. Isto porque esse gestor teria menos independência para

7. Nos termos do art. 39, § 2º, da Instrução CVM nº 356, de 2001, “[é] vedado ao administrador, gestor, custodiante e consultor especializado ou partes a eles relacionadas, tal como definidas pelas regras contábeis que tratam desse assunto, ceder ou originar, direta ou indiretamente, direitos creditórios aos fundos nos quais atuem”.

8. Edital da Audiência Pública nº 05/2012. Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/audiencias_publicas/ap_sdm/2012/sdm0512.html>. Acesso em: 5 jun. 2023.

selecionar, avaliar, precificar e negociar os créditos gerados por uma entidade do mesmo grupo econômico.

Além desses incentivos indesejáveis, fundos com estruturas que concentram prestadores de serviço de um mesmo grupo econômico e, ao mesmo tempo, podem adquirir créditos gerados por entidades ligadas a ele, dão a esse grupo controle de todo o processo, sem que haja terceiros independentes no papel de *gatekeepers*, facilitando, assim, a ocorrência de fraudes.

Em muito, a preocupação da CVM consubstanciada nas restrições do art. 39, § 2º da Instrução CVM nº 356, de 2001, refletia as discussões internacionais decorrentes da crise de 2008 e relacionadas às falhas regulatórias relativas aos produtos de securitização imobiliária. Naquele momento, entre outras iniciativas, o G20 solicitou que a *International Organization of Securities Commissions* (IOSCO) estudasse justamente as falhas na regulamentação dos produtos de securitização que contribuíram para o cenário de crise sob o ponto de vista do mercado de capitais e emitisse recomendações a respeito do tema.

O resultado de tais discussões foi apresentado no *Global Developments in Securitization Regulation*, emitido em novembro de 2012 pela IOSCO⁹. Entre outras conclusões, referido documento recomendou que a regulação dos países que formam o G20 se certificasse que os estruturadores dos produtos de securitização mantivessem, em alguma medida, o risco relacionado aos produtos (*skin in the game*) para promover o alinhamento de interesse entre os investidores e os principais prestadores de serviço na cadeia dos produtos de securitização. De acordo com a IOSCO, tal medida teria como objetivo endereçar os desalinhamentos da estrutura de “originar para distribuir”¹⁰. Quando a regulação de um desses países previsse exceções a essas recomendações, referido país deveria estar preparado para explicar como o interesse dos estruturadores de produtos de securitização estavam sendo de outra maneira alinhados aos dos investidores.

O Brasil por muitos anos não adotou a obrigação de retenção do risco pelos estruturadores ou originadores nos produtos de securitização. Porém, sempre que era cobrado pelos organismos internacionais a respeito de

9. Disponível em: <<https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD394.pdf>>. Acesso em: 5 jun. 2023.

10. Nas palavras da IOSCO: “Risk retention or ‘skin in the game’ requirements have been a key focus of regulatory responses since the Crisis. These requirements have been and are being developed as a means of addressing misaligned incentives that may be embedded in the ‘originate to distribute’ model of some securitization products with a view to encouraging prudent behavior by issuers and sponsors.” Cf. IOSCO. *Global Developments in Securitisation Regulation. Final Report*, November 2012 Disponível em: <<https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD394.pdf>>. Acesso em: 5 jun. 2023.

tal medida no contexto de supervisão que tais organismos fazem em relação aos países do G20, citava as restrições impostas pelo art. 39, § 2º da Instrução CVM nº 356, de 2001, como medida paliativa cujo mecanismo evitaria os principais desalinhamentos que chamavam a atenção dos demais reguladores.

Como mencionado, a partir de 2015, a adoção das reformas recomendadas em decorrência da crise de 2008 pelos países que compõem o G20 passou a ser acompanhada e discutida em relatórios periódicos pela IOSCO e pelo *Financial Stability Board* (FSB). No último relatório anual sobre a implementação dessas recomendações, divulgado pelo FSB em 2020 e intitulado *Implementation and Effects of G20 Financial Regulatory Reforms*, das 17 áreas de recomendações, o Brasil ainda não havia implementado reformas em apenas 4, sendo securitização uma delas¹¹.

Já em relatórios de acompanhamento divulgados pela IOSCO em anos anteriores (2015¹², 2017¹³ e 2019¹⁴), o Brasil informou às autoridades internacionais que os FIDCs não eram distribuídos para investidores de varejo e que, por isso, a retenção de risco pelos prestadores de serviço era menos relevante¹⁵. Segundo esses documentos, a CVM também informou que havia salvaguardas na governança dos fundos de maneira a minimizar conflitos de interesse na cadeia de estruturação desses produtos, provavelmente se referindo mais uma vez à vedação constante do art. 39, § 2º da Instrução CVM nº 356, de 2001, que inibia estruturas de “originar para distribuir”.

Além disso, em 2019, ainda no contexto do acompanhamento periódico da IOSCO, a CVM comunicou a edição da Instrução CVM nº 600, de 2018, que trata dos Certificados de Recebíveis do Agronegócio (CRA), notando

-
11. Disponível em: <<https://www.fsb.org/2020/11/implementation-and-effects-of-the-g20-financial-regulatory-reforms-2020-annual-report>>. Acesso em: 5 jun. 2023.
 12. IOSCO. *Peer Review of Implementation of Incentive Alignment Recommendations for Securitisation: Final Report*. Disponível em: <<https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD504.pdf>>. Acesso em: 5 jun. 2023.
 13. Disponível em: <<https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD584.pdf>>. Acesso em: 5 jun. 2023.
 14. Disponível em: <<https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD641.pdf>>. Acesso em: 5 jun. 2023.
 15. Vale transcrever: “the Brazilian Securities and Exchange Commission (CVM) did report that issuers of FIDCs (Fundo de Investimento em Direitos Creditórios) — which essentially are securitised products — are not permitted to receive subscriptions from retail investors; therefore, the Brazilian authorities have considered that mandatory risk retention is not relevant and, as a market practice, most FIDCs have more than 5% of risk retention”. Cf. IOSCO. *Update to the IOSCO Peer Review of Implementation of Incentive Alignment Recommendations for Securitisation*, November 2017, p. 19. Disponível em: <<https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD584.pdf>>. Acesso em: 5 jun. 2023.

especificamente que os CRAs ofertados a investidores que não sejam considerados qualificados devem contar com retenção substancial de riscos e benefícios do cedente, nos termos definidos pelo Pronunciamento Técnico CPC 48 – Instrumentos Financeiros, que internaliza a IFRS 9.

Na mesma oportunidade, a CVM afirmou para as autoridades internacionais que tinha a intenção de replicar o mecanismo de retenção de riscos para outros produtos de securitização na medida em que a regulação fosse sendo alterada para permitir que tais produtos fossem distribuídos para o varejo, mencionando especificamente os Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRI) e os FIDC¹⁶.

A exploração dos relatórios de acompanhamento de entidades

multilaterais resumida acima tem o objetivo de demonstrar que, na medida em que abria a possibilidade de investidores de varejo acessarem produtos de securitização, a CVM estava traçando um caminho razoavelmente claro de adoção das recomendações do FSB relativas à indústria de produtos estruturados, notadamente exigindo a retenção de risco por parte dos prestadores de serviço da operação de forma a alinhar os interesses de estruturadores e investidores.

Essa estratégia foi, inclusive, a proposta constante do Edital da Audiência Pública nº 08/2020, que precedeu a Resolução nº 175, de 2022. A minuta do edital previa que as classes de cotas distribuídas para varejo contassem com retenção substancial de riscos e benefícios por parte do cedente¹⁷.

16. Mais uma vez, vale transcrever: “In 2018, Brazil reported a new regulation CMV Instruction 600 which will apply to CRA (agri- business rights-linked securities) which are offered to non-qualified investors (retail distributions). The regulation will enter into effect 90 days from 1 August 2018. Under this regulation, substantial risk retention is required by originators or third parties for retail distributions offered to non-qualified investors, in accordance with accounting standards issued by the CVM (CPC 48 which was elaborated from IFRS 9 – Financial Instruments). The risk retention will be made through (i) subordinated asset class, (ii) recourse against originators or third parties and (iii) credit insurance. CVM intends to replicate this mechanism to other securitisation products offered to retail investors such as CRI (real estate receivable certificates) and FDIC (credit rights investment funds). Under this rule, the CVM will establish a new informational regime, conduct rules and diligence to the securitisation companies and, some fences and restrictions in order to enable a better management of conflicts of interest. Furthermore, the CVM reports that disclosure of the risk retention requirement to the public will happen through monthly reports to be provided by originators or third parties”. Cf. IOSCO. Update to the IOSCO Peer Review of Implementation of Incentive Alignment Recommendations for Securitisation, October 2019, p. 13/14. Disponível em: <<https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD641.pdf>>. Acesso em: 5 jun. 2023.

17. Nesse sentido, o art. 14 do Anexo II à minuta de instrução contida no edital da referida audiência possuía a seguinte redação: “Art. 14. A distribuição de cotas de FIDC junto ao público em geral requer o cumprimento, cumulativo, dos seguintes requisitos: (...) III

No entanto, a redação final contida no Anexo II da Resolução CVM nº 175, de 2022, flexibilizou em grande medida a salvaguarda contida no art. 39, § 2º da antiga Instrução CVM nº 356, de 2001, para os fundos (ou classes) destinados a investidores profissionais e qualificados e, ao mesmo tempo, abriu mão da proposta constante do Edital da Audiência Pública nº 08/2020 no sentido de exigir a retenção de risco nas operações de securitização distribuídas ao varejo.

Uma possível justificativa para esse movimento de flexibilização da vedação de “originar para distribuir” reside no fato de referida estrutura ser muito utilizada por *fintechs* e já ter sido autorizada pela autarquia por meio de pedidos específicos de dispensa ao cumprimento no art. 39, § 2º da Instrução CVM nº 356, de 2001. Nesse sentido, a norma tal como aprovada só consolidaria uma prática de mercado que já existe e entendimentos da CVM já externados por meio de precedentes.

Embora seja sempre meritório trazer para norma aquilo que já é

consolidado nos precedentes da CVM, dando a todos o mesmo conhecimento da matéria e evitando os custos de pedidos de dispensa específicos, os precedentes usualmente exigiam para a dispensa da salvaguarda contida no art. 39, § 2º da Instrução CVM nº 356, de 2001: (i) a caracterização de interesse único, comum e indissociável entre cotistas; (ii) que os cotistas fossem investidores profissionais; (iii) a vedação à negociação das cotas no mercado secundário; e (iv) a aprovação da operação pela unanimidade dos cotistas em assembleia geral¹⁸.

A flexibilização refletida na reforma de 2022, porém, parece bem mais extensa do que as autorizações concedidas nesses precedentes, que se limitavam a fundos exclusivos ou restritos cujos cotistas eram investidores profissionais que consolidavam um único interesse e sem a possibilidade de negociação de cotas no mercado secundário.

Dessa forma, apesar de o Anexo II da Resolução CVM nº 175, de 2022, vedar em seu art. 42, *caput*, a aquisição

– a classe conte com retenção substancial de riscos e benefícios por parte do cedente ou terceiros, conforme definição disposta nas normas contábeis emitidas pela CVM para as companhias abertas; (...). Cf. Edital da Audiência Pública nº 08/2020. Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/audiencias_publicas/ap_sdm/2020/sdm0820.html>. Acesso em: 5 jun. 2023.

18. Como exemplo, vide: (i) Processo SEI nº 19957.009028/2021-74, Rel. Superintendência de Supervisão de Securitização (SSE)/ Gerência de Supervisão de Securitização 1 (GSEC-1), j. 31.5.2022; (ii) Processo SEI nº 19957.005394/2021-54, Rel. SSE/GSEC-1, j. 7.12.2021; (iii) Processo SEI nº 19957.003707/2021-30, Rel. SSE/GSEC-1, j. 26.10.2021; (iv) Processo SEI nº 19957.008349/2020-71, Rel. SIN / Gerência de Investimentos Estruturados (GIES), j. 19.1.2021; (v) Processo SEI nº 19957.002834/2020-31, Rel. SIN/GIES, j. 2.6.2020; (vi) Processo SEI nº 19957.009481/2019-66, Rel. SIN/GIES, j. 14.1.2020; (vii) Processo SEI nº 19957.007865/2017-82, Rel. SIN/GIE, j. 24.10.2017; e (viii) Processo Administrativo CVM nº RJ2014/8516, Rel. SIN/GIE, j. 16.2.2016.

de direitos creditórios originados ou cedidos pelo administrador, gestor, consultoria especializada ou partes a eles relacionadas (em termos muito similares ao art. 39, § 2º da Instrução CVM nº 356, de 2001), o § 1º do mesmo artigo permite que, no caso de fundos ou classes destinados a investidores qualificados, o regulamento do fundo ou da classe afaste tal vedação, desde que a entidade registradora e o custodiante não sejam partes relacionadas ao originador ou cedente e, cumulativamente, a entidade registradora e o custodiante não sejam partes relacionadas ao originador ou cedente. No caso de fundos ou classes destinados a investidores profissionais, basta que a entidade registradora e o custodiante não sejam partes relacionadas ao originador ou cedente para que a vedação do *caput* possa ser afastada.

Adicionalmente, o § 5º do art. 30 do Anexo II da nova resolução prevê que, nos casos em que a política de investimentos do FIDC admita a aquisição de direitos creditórios originados ou cedidos pelo administrador, gestor, consultor especializado e suas partes relacionadas, o custodiante não pode ser parte relacionada ao gestor ou à consultoria especializada.

Em outras palavras, exceto quando o fundo ou classe forem destinados a investidores de varejo (cuja política de investimento não pode admitir a aplicação em direitos creditórios originados ou cedidos pelo administrador, gestor,

consultoria especializada, custodiante, entidade registradora e partes a eles relacionadas, por força do art. 13, inciso IV, “d”), a salvaguarda contida no *caput* do art. 42 do Anexo II da Resolução CVM nº 175, de 2022, poderá ser afastada pelo regulamento, desde que certos prestadores de serviço não sejam partes independentes entre si, dando a oportunidade para que estruturas de “originar para distribuir” sejam oferecidas para investidores qualificados e profissionais, inclusive por meio do mercado secundário.

Ao mesmo tempo, o Anexo II da Resolução CVM nº 175, de 2022, não refletiu a proposta da CVM submetida à audiência pública para retenção de risco no caso de estruturas destinadas ao varejo, acatando o argumento do mercado de que exigir a retenção de risco feriria o conceito de *true sale* e a própria lógica da securitização¹⁹.

De um lado, tanto as justificativas apresentadas pelo mercado para se opor à proposta original da CVM como as explicações do próprio regulador para acatá-las não são suficientemente específicas para esclarecer o porquê de a proposta de retenção apresentada na audiência pública ser incompatível com o conceito de *true sale*. De outro, chama atenção o fato de que as regras contábeis brasileiras deveriam ser idênticas às dos países europeus, uma vez que todos adotam o IFRS. Dessa forma, os critérios para considerar uma cessão de

19. Cf. Relatório de Audiência Pública nº 08/2020, p. 77. Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/audiencias_publicas/ap_sdm/2020/sdm0820.html>. Acesso em: 5 jun. 2023.

crédito como uma “*true sale*” deveriam ser, em tese, muito similares e a maior parte dos países europeus convive com normas de retenção de risco e o IFRS. Seja como for, fato é que a proposta submetida à audiência não foi incorporada à redação final do Anexo II da Resolução CVM nº 175, de 2022.

Assim, ao menos com relação aos mecanismos de alinhamento de interesse entre os agentes estruturadores do produto e os investidores, o Anexo II da Resolução CVM nº 175, de 2022, afastou o arcabouço regulatório brasileiro das práticas e recomendações internacionais, permitindo operações de securitização com estruturas de “originar para distribuir” para investidores qualificados e profissionais e não exigiu a retenção de risco por parte dos estruturadores, nem mesmo em operações destinadas ao varejo, como aparentemente era o caminho traçado nos últimos anos pela autarquia.

A não ser que as recomendações de 2012 sobre produtos de securitização sejam revisitadas pelos organismos internacionais em um futuro próximo, as opções regulatórias contidas no Anexo II da Resolução CVM nº 175, de 2022, vão ser refletidas, em algum momento, nas avaliações feitas pela IOSCO, FSB e Banco Mundial sobre a solidez do

sistema financeiro nacional, potencialmente diminuindo a nota do Brasil ou sendo objeto de recomendações específicas de reformas nessas áreas.

(i) *outros limites e obrigações relacionados aos prestadores de serviço*

O art. 24, §1º, cumulado com o art. 40-A, §9º, da Instrução CVM nº 356, de 2001, determinavam que a política de investimento de um FIDC estabelecesse limites para aquisição de recebíveis cujo devedor fosse um dos prestadores de serviços do fundo ou parte a eles relacionada, que não poderia ultrapassar 20% de seu patrimônio líquido.

Embora o Anexo II da Resolução CVM nº 175, de 2022, não contenha limites específicos para aquisição de direitos creditórios cujo devedor seja um prestador de serviço do fundo, aplica-se a regra geral do seu art. 45, que estabelece que a aplicação de recursos em direitos creditórios e outros ativos de responsabilidade ou coobrigação de um mesmo devedor está limitada a 20% do patrimônio líquido da classe de cotas.

Há uma série de exceções a essa regra para fundos ou classes destinadas a investidores qualificados e profissionais, tornando esse limite bastante flexível e passível de aumento até 100% em inúmeras hipóteses²⁰, mas, por força § 6º do mesmo artigo, tais hipóteses não

20. O § 3º do art. 45 autoriza os fundos (ou as classes, em caso de fundos multiclasses) destinados a investidores qualificados a aumentar o limite de 20% quando: (a) o devedor ou coobrigado tenha registro de companhia aberta, (b) seja instituição financeira ou equiparada; ou (c) seja entidade que tenha suas demonstrações contábeis relativas ao exercício social imediatamente anterior à data de aquisição do direito creditório elaboradas em conformidade com o disposto na Lei nº 6.404, de 1976, e a regulamentação editada pela CVM, e auditadas por auditor independente registrado na CVM. Esse limite também

são aplicáveis aos direitos creditórios de responsabilidade ou coobrigação de prestadores de serviços do fundo (ou da classe) e de suas partes relacionadas. Assim, na prática, o limite de 20% vigente antes da reforma permanece inalterado, mesmo para os fundos e classes destinados a investidores mais sofisticados.

Adicionalmente, o art. 21 do Anexo II da Resolução CVM nº 175, de 2022, determina que a política de investimento de todos os FIDC estabeleça limites para: (i) aplicação em ativos financeiros de liquidez de emissão ou que envolvam retenção de risco por parte do administrador, gestor e suas partes relacionadas; e (ii) operações com derivativos que tenham como contraparte o gestor ou suas partes relacionadas, caso tais operações ocorram em ambientes sem contraparte central. Vale notar que esse dispositivo endereça justamente o fato de a nova resolução flexibilizar as vedações previstas no art. 39, § 2º da Instrução CVM nº 356, de 2001, e que tornavam desnecessário o estabelecimento de limites em regulamento para operações com o administrador, o gestor, o consultor especializado e o custodiante ou partes a eles relacionadas.

Finalmente, o art. 31 do Anexo II da Resolução CVM nº 175, de 2022 requer do administrador a manutenção apartada dos registros com informações completas sobre toda e qualquer modalidade de negociação realizada entre o administrador, gestor, custodiante, entidade registradora, consultoria especializada e respectivas partes relacionadas, de um lado, e a classe de cotas, de outro.

b) Distribuição de FIDCs aos investidores de varejo

A Resolução CMN nº 2.907, de 2001, e, por consequência, a Instrução CVM nº 356, de 2001, restringiam a distribuição de FIDCs a investidores qualificados²¹ e profissionais²². De maneira excepcional e conforme mencionado anteriormente, a Resolução CMN nº 4.694, de 2018, autorizou a CVM a prever determinadas hipóteses em que FIDCs fossem distribuídos para o público em geral.

Assim, como regra, até a edição da Resolução CVM nº 175, de 2022, os FIDCs deveriam ser exclusivamente distribuídos para investidores qualificados ou profissionais. Por isso, o arcabouço regulatório dos FIDCs sempre foi bastante flexível quanto aos riscos relacionados à contraparte, à liquidez e ao risco

pode ser aumentado quando se tratar de aplicações em: (a) títulos públicos federais; (b) operações compromissadas lastreadas em títulos públicos federais; e (c) cotas de fundos que possuam como política de investimento a alocação exclusiva nos títulos a que se referem as hipóteses “a” e “b”.

21. Investidores qualificados são aqueles definidos na art. 12 da Resolução CVM nº 30, de 2021.

22. Investidores profissionais são aqueles definidos na art. 11 da Resolução CVM nº 30, de 2021.

de mercado²³, isto é, quanto a riscos passíveis de análises mais objetivas, que se refletem na precificação desses produtos e que podem ser realizadas por um investidor sofisticado.

No entanto, na medida em que o público em geral tem mais dificuldade de precificar esses riscos, os fundos (ou classes) destinados à distribuição para o varejo devem atentar a certas características que minimizam tais riscos para o investidor que não seja profissional ou qualificado.

Dessa forma, para dar concretude à autorização prevista na Resolução CMN nº 4.694, de 2018, o art. 13 do Anexo II da Resolução CVM nº 175, de 2022, admite que as cotas seniores dos FIDCs, definidas no art. 2º da mesma resolução como aquelas que não se subordinam a qualquer outra subclasse para fins de amortização e resgate, sejam distribuídas ao público em geral desde que: (i) o regulamento do fundo (ou classe, em fundos multiclasses) preveja um cronograma para amortização de cotas ou distribuição de rendimentos, claramente na tentativa de minimizar riscos de liquidez desse produto para investidores de varejo; e (ii) a subclasse de cotas seniores seja objeto de classificação de risco por agência classificadora

de risco registrada na CVM, na tentativa de auxiliar os investidores a avaliar o risco de crédito de cada fundo (ou classe, em fundos multiclasses).

Adicionalmente, também para endereçar o risco de liquidez, caso o FIDC distribuído para o público em geral seja um fundo aberto (ou se trate de uma classe aberta em fundos com mais de uma classe), o prazo de carência, em conjunto com o prazo total entre o pedido de resgate e seu pagamento (prazo de cotização + prazo de liquidação), não podem superar 180 dias. Em outras palavras, a norma assegura ao investidor de varejo liquidez em prazo não superior a 6 meses.

Há ainda uma série de requisitos relacionados às carteiras dos fundos destinados ao varejo que parecem preocupados em minimizar o risco de crédito desses fundos. Primeiro, os FIDCs para o público em geral não devem adquirir direitos creditórios que sejam originados por contratos mercantis de compra e venda de produtos, mercadorias e serviços para entrega ou prestação futura. Esses direitos creditórios embutem o risco de serem questionados pela não entrega do produto ou serviço que é devido em momento posterior à cessão do crédito. São os chamados,

23. Risco é a possibilidade de perder ou deixar de ganhar alguma coisa. Quanto mais conhecido e entendido é o risco, mais mensurável e passível de precificação ele será, em especial por investidores sofisticados. Riscos de mercado são aqueles relacionados a flutuações do próprio mercado, como a variação cambial, a inflação e a taxa de juros básica. Riscos de contraparte são aqueles relacionados à possibilidade de inadimplência por parte dos devedores de uma relação comercial. Risco de liquidez é a possibilidade de um investidor não conseguir se desfazer de um determinado ativo de forma rápida ou na quantidade necessária porque as oportunidades de compra e venda são limitadas.

em jargão de mercado, “recebíveis não performados”.

Recebíveis não performados somente poderão ser adquiridos para carteira de fundos (ou classes) destinados ao varejo quando os cedentes forem empresas concessionárias de serviços públicos ou companhias constituídas para implementar projetos de investimento na área de infraestrutura ou de produção econômica intensiva em pesquisa, desenvolvimento e inovação, considerados prioritários na forma regulamentada pelo Poder Executivo Federal. Assim, por exemplo, um fundo destinado ao varejo pode adquirir recebíveis de uma distribuidora de energia ou de uma concessionária de rodovias, mesmo antes que os serviços tenham sido entregues, isso porque a prestação de serviços dessa natureza, em geral, está à disposição do público para ser usada sem que a concessionária possa se recusar a prestar e, por consequência, os riscos de não entrega do serviço futuro são bastante mitigados e as receitas (geração de recebíveis) bastante estáveis.

Finalmente, como já explorado na seção anterior, também está vedado que FIDCs destinados ao público em geral invistam em direitos creditórios originados ou cedidos pelo administrador, gestor, consultoria especializada, custodiante, entidade registradora dos direitos creditórios e partes a eles

relacionadas²⁴. Essa vedação impede que FIDCs distribuídos para varejo adotem a estrutura de “originar para distribuir”, minimizando os conflitos de interesse na estrutura dos FIDCs.

c) Esvaziamento da figura do custodiante e registro de direitos creditórios

A reforma promovida em 2013 na Instrução CVM nº 356, trouxe comandos que buscaram segregar funções dentro da cadeia de prestadores de serviços, criando controles redundantes e independentes para fortalecer a estrutura de governança dentro desses produtos. Assim, por exemplo, propositalmente, a regra atribuía tanto ao gestor, por contas das diligências para aquisição dos créditos, quanto ao custodiante a checagem de lastro no momento do ingresso dos ativos no fundo e exigia que tais atividades fossem completamente segregadas caso gestor e custodiante pertencessem ao mesmo grupo econômico. Nas palavras da autarquia, a “*existência de dois gatekeepers independentes [era] percebida pela CVM como elemento indutor de boas práticas de governança*”²⁵.

Em especial, a autarquia apostava no aumento da importância e responsabilidade dos custodiantes para sanar as mazelas que havia constatado nos casos de fraude e abusos da indústria de FIDC – essa intenção foi expressamente

24. A definição de “parte relacionada” adotada pela instrução é aquela das normas contábeis que tratam do assunto. A esse respeito, ver Resolução CVM nº 94, de 2022.

25. Cf. Edital da Audiência Pública nº 05/2012. Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/audiencias_publicas/ap_sdm/2012/sdm0512.html>. Acesso em: 5 jun. 2023.

enunciada no Relatório da Audiência Pública nº 05/2012, que antecedeu a alteração normativa de 2013: “[o]bservando o papel de alguns agentes, pode-se dizer que o custodiante é o participante principal dentro da estrutura de um FIDC, pois ele é o responsável pela verificação dos critérios de elegibilidade dos créditos que estão sendo adquiridos do cedente”.²⁶

Assim, a reforma de 2013 esclareceu e ampliou as responsabilidades do custodiante no que concerne às obrigações de guarda física de documentos, verificação do lastro e validação dos critérios de elegibilidade dos direitos creditórios, tornando-o, ao menos do ponto de vista regulatório, a figura central para implementação de salvaguardas da indústria de FIDCs.

A Resolução CVM nº 175, de 2022, representa uma guinada importante nessa estratégia, na medida em que promove um esvaziamento da figura do custodiante. Exemplo emblemático desse esvaziamento é o fato dessa norma dispensar a contratação de um custodiante para aqueles fundos (e em fundos com mais de uma classe, aquelas classes) cujos ativos sejam passíveis de registro em entidade registradora autorizada a funcionar pelo Banco Central.

Referido documento reconhece acertadamente que novas tecnologias podem averiguar a existência de lastro dos créditos admitidos na carteira de FIDCs de maneira mais eficiente que os

custodiantes que, em regra, faziam essa verificação quase que manualmente. Dessa forma, nos termos dos arts. 33 e 37 do Anexo II da Resolução CVM nº 175, de 2022, a nova norma incumbe o gestor de registrar os direitos creditórios passíveis de registro (aqueles que tem módulo de registro aprovado pelo Banco Central) em entidade registradora ou entregar aqueles direitos creditórios que não sejam passíveis de registro ao custodiante ou administrador, conforme seja o caso.

Se o direito creditório estiver registrado em mercado organizado de balcão autorizado pela CVM ou depositado em depositário central autorizado pela CVM ou pelo Banco Central, ele fica dispensado de registro em entidade registradora de direitos creditórios.

Em outras palavras, somente naqueles fundos (e em fundos com mais de uma classe, nas classes) que apliquem recursos em direitos creditórios que não sejam passíveis de registro em entidade registradora ou que não estejam registrados em mercado organizado de balcão ou depositados em depositário central, o administrador deve contratar o serviço de custódia para a carteira de ativos.

26. Cf. Relatório da Audiência Pública nº 05/2012, p. 46. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/audiencias_publicas/ap_sdm/anexos/2012/sdm0512-relatorio.pdf>. Acesso em: 5 jun. 2023.

IV. Verificação de lastro e guarda física dos documentos relativos ao lastro

O art. 36 do Anexo II da Resolução CVM nº 175, de 2022, atribuiu ao gestor, no âmbito das diligências relacionadas à aquisição de direitos creditórios, a obrigação de verificar a existência, integridade e titularidade do lastro dos direitos e títulos adquiridos para a carteira do fundo (ou da classe, caso o fundo tenha mais de uma classe). Assim, a verificação do lastro no momento da aquisição passa a ser uma incumbência específica e exclusiva do gestor, eliminando a redundância proposital exigida pelo regime da Instrução CVM nº 356, de 2001, que atribuía também ao custodiante a conferência de lastro tão logo os direitos creditórios fossem admitidos no fundo²⁷.

Além disso, a nova norma autorizou expressamente que o gestor contrate terceiros para efetuar a verificação do lastro, inclusive uma entidade registradora, o custodiante ou a consultoria especializada, desde que o

agente contratado não seja sua parte relacionada. Esse contrato de prestação de serviço deve conter as regras e procedimentos aplicáveis à verificação de lastro e o gestor, quando contratar terceiro para efetivar tal tarefa, deve fiscalizar a sua atuação.

Em relação à verificação periódica do lastro, ou seja, aquela feita depois que os direitos creditórios já fazem parte da carteira do fundo (ou da classe, caso o fundo tenha mais de uma classe), o custodiante é, em princípio, o responsável. No entanto, o regulamento pode determinar que tal atividade seja de responsabilidade do administrador, desde que ele não seja parte relacionada ao gestor e, se houver, à consultoria especializada²⁸.

Essa distribuição de responsabilidades afasta o regime da Resolução CVM nº 175 daquele instituído pela Instrução CVM nº 356, no qual a verificação da adequação do lastro pelo custodiante deveria se dar, em relação a todos os recebíveis, tão logo eles fossem admitidos na carteira e também periodicamente, em intervalos estabelecidos no regulamento e compatíveis com a natureza dos

27. O objetivo dessa regra era que a atuação do custodiante inibisse a admissão de créditos não elegíveis ou inadequadamente documentados na carteira do fundo. Isso fica claro nas palavras da própria CVM: “[a] premissa que norteou o estabelecimento da regra proposta de aliar a verificação da documentação sobre o fluxo “na entrada” (de que trata o inciso II) com uma verificação contínua do estoque vinculada ao prazo médio da carteira (inciso III) foi justamente a de prover o fundo de mecanismos de due diligence que permitissem o não ingresso ou a imediata substituição de créditos sem a documentação regular pertinente e a monitoração dos créditos em carteira de tal forma que fosse possível a identificação de eventuais problemas em prazos compatíveis com o prazo dos direitos creditórios existentes na carteira do fundo”. Cf. Relatório da Audiência Pública nº 05/2012, p. 19. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/audiencias_publicas/ap_sdm/anexos/2012/sdm0512-relatorio.pdf>. Acesso em: 5 jun. 2023.

28. Cf. art. 38, § 1º, do Anexo II da Resolução CVM nº 175, de 2022.

ativos admitidos à carteira do fundo, não devendo ultrapassar 3 meses.

Além da redistribuição de responsabilidades, a Resolução CVM nº 175, de 2022, alterou tanto a periodicidade como o objeto da verificação de lastro. Nela, o custodiante, administrador ou terceiro contratado devem verificar a existência, integridade e titularidade do lastro dos direitos creditórios que ingressaram na carteira a título de substituição e daqueles recebíveis que estejam vencidos e não pagos no mesmo período, e essa verificação deve ser trimestral ou em periodicidade compatível com o prazo médio ponderado dos direitos creditórios da carteira, o que for maior.

Assim, a nova regra dispensa a verificação periódica da totalidade de direitos creditórios, exigindo a conferência somente daqueles direitos creditórios que tenham sido incorporados à carteira do fundo (ou da classe) em substituição a créditos vencidos e não pagos, bem como daqueles créditos vencidos e não pagos que permanecerem na carteira do fundo (ou da classe). Além disso, o período de 3 meses passa de período máximo para período mínimo da verificação periódica.

Da mesma forma, a guarda física dos eventuais documentos relativos ao lastro de direitos creditórios deixa de ser uma obrigação do custodiante e passa a ser uma incumbência do administrador,

nos termos do art. 30 do Anexo II da Resolução CVM nº 175, de 2022. O custodiante do fundo, no entanto, pode ser contratado pelo administrador para realizar a guarda da documentação relativa ao lastro dos direitos creditórios.

Cabe lembrar que nos fundos (ou nas classes, quando o fundo for multiclass) destinados exclusivamente a investidores profissionais e que não tenham as suas cotas admitidas à negociação, o originador e o cedente dos direitos creditórios podem ser contratados pelo gestor para efetuar a guarda dos documentos relativos aos direitos creditórios, desde que o fundo cumpra com certas salvaguardas, como prevenir hipóteses de conflitos de interesses entre esses agentes.

V. Liquidação física e financeira e cobrança ordinária e extraordinária

Nos termos do art. 38 da Instrução CVM nº 356, de 2001, o custodiante era responsável por realizar a liquidação física e financeira dos direitos creditórios bem como a cobrança ordinária desses ativos. Precedentes da CVM autorizavam que o administrador do fundo contratasse terceiros, inclusive o originador ou cedente, para realização da cobrança extraordinária dos direitos creditórios²⁹.

29. Ver, como exemplo: (i) Processo RJ2011/12712, Rel. SIN / Gerência de Acompanhamento de Fundos Estruturados – GIE, j. 2.5.2012; (ii) Processo RJ2013/5456, Rel. Dir. Roberto Tadeu Antunes Fernandes, j. 20.10.2015; (iii) Processo RJ2014/2099, Rel. Dir. Roberto

Essas tarefas deixaram de ser uma incumbência do custodiante na nova norma, uma vez que o art. 30 da Anexo II da Resolução CVM nº 175, de 2022, determina que o administrador contrate o serviço de liquidação física ou eletrônica e financeira dos direitos creditórios, enquanto o art. 39 do mesmo documento autoriza, mas não obriga, o administrador a contratar o custodiante para prestar tal serviço.

Seja qual for o prestador de serviços contratado para a liquidação de direitos creditório, permanece vedado a ele receber ou orientar o recebimento de depósito em conta corrente que não seja de titularidade do fundo (ou da classe, em fundos multiclasses) ou que não seja conta-vinculada³⁰. O regulamento de fundos ou classes de cotas destinados exclusivamente a investidores profissionais, no entanto, pode permitir que os recursos oriundos da liquidação financeira dos direitos creditórios sejam recebidos pelo cedente em conta corrente de livre movimentação, para posterior repasse ao fundo ou classe, conforme seja o caso.

Por outro lado, o art. 20 do Anexo II da Resolução CVM nº 175, de 2022, determina que o regulamento do FIDC disponha sobre os procedimentos

aplicáveis à cobrança dos direitos creditórios, incluindo aqueles vencidos e não pagos. Assim, caberá ao regulamento estabelecer os responsáveis pela cobrança ordinária e extraordinária, podendo o gestor do fundo contratar, em nome do fundo, um agente de cobrança para desempenhar tal tarefa, inclusive uma consultoria especializada, o custodiante ou mesmo o cedente dos direitos creditórios, este último, exclusivamente em relação aos créditos vencidos e não pagos³¹.

VI. Conclusões

O Anexo II da Resolução CVM nº 175, de 2022, traz imensas novidades para a indústria de FIDCs. Algumas indiscutivelmente positivas, como o reconhecimento do registro de direitos creditórios em entidade registradora como forma de verificação e acompanhamento do lastro desses fundos, que torna a tarefa infinitamente mais eficiente e barata que a checagem de lastro tradicional; ou a possibilidade de FIDCs serem distribuídos para os investidores de varejo, autorização há muito esperada pela indústria e pelos investidores, que potencializa o tamanho e a capilaridade desses fundos.

Tadeu Antunes Fernandes, j. 1.12.2016; e (iv) Processo RJ2015/13791, Rel. Dir. Carlos Alberto Rebello Sobrinho, j. 21.5.2019.

30. Nos termos da Resolução, conta-vinculada é aquela “*conta especial instituída pelas partes junto a instituição financeira ou de pagamento, sob contrato, destinada a receber pagamentos dos devedores e manter os recursos em custódia, para liberação caso satisfeitos determinados requisitos, a serem atestados pelo administrador, entidade registradora ou custodiante, conforme o caso.*”

31. Cf. art. 32 da Anexo II da Resolução CVM nº 175, de 2022.

Outras mudanças têm resultados ainda incertos. Autorizar estruturas de “originar para distribuir”, ainda que somente para investidores qualificados, não é um movimento trivial. Há riscos bastante importantes para esses investidores que, ao contrário dos profissionais, nem sempre têm condições de entender os conflitos inerentes a essas estruturas. Além disso, há uma possibilidade importante de a nova regulação ser criticada por entidades multilaterais que revisam periodicamente o arcabouço regulatório do sistema financeiro brasileiro.

Por fim, embora uma redistribuição de funções e responsabilidades entre os prestadores de serviço dos FIDCs fosse desejável para tornar a indústria de

securitização atraente para todas as entidades do mercado financeiro e aproximá-la de práticas internacionais, a redistribuição foi tão drástica e deixou tantas características para serem definidas nos regulamentos que é difícil prever como essas funções e responsabilidades serão efetivamente preenchidas. Além disso, a reforma esvazia a figura do custodiante que, até então, desempenhava um papel bastante relevante para a segurança da indústria de FIDCs e elimina boa parte da estrutura de *gatekeepers*. Essa opção regulatória, embora bastante elogiada por parte da indústria, pode aumentar os riscos de não identificação de erros operacionais importantes, estruturas permeadas de conflitos e, até mesmo, fraudes.