COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS
Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

RELATÓRIO DE ANÁLISE

Audiência Pública SDM nº 05/20 – Processo CVM SEI nº 19957.00471/2019-65

Objeto: Regulamentação das companhias securitizadoras registradas na CVM.

Introdução

Este relatório foi elaborado pela Superintendência de Desenvolvimento de Mercado – SDM, no intuito de apresentar ao Colegiado as sugestões enviadas no âmbito da Audiência Pública SDM 05/20, que recebeu comentários do público entre os dias 27 de agosto e 30 de outubro de 2020.

A audiência teve como objeto a minuta de normativo ("Minuta") que propôs novo marco regulatório para as companhias securitizadoras. A iniciativa tem por objetivo conferir maior adequação da regulamentação às atividades exercidas por tais emissores, implementando uma abordagem customizada e que impõe um custo de observância compatível com as atividades das companhias securitizadoras.

Ademais, dada a oportunidade representada pelo processo de revisão e consolidação das normas da CVM, ora em andamento em atenção ao Decreto 10.139, de 2019, a Resolução reflete não somente o resultado da audiência pública, como também incorpora a regulamentação incidente sobre os certificados de recebíveis imobiliários ("CRI", nos termos da Instrução nº CVM 414, de 30 de dezembro de 2004 – "Instrução CVM 414") e os certificados de recebíveis do agronegócio ("CRA", nos termos da Instrução CVM nº 600, de 1º de agosto de 2018 – "Instrução CVM 600"), materializadas, respectivamente, nos Anexos Normativos I e II, perfazendo assim um único marco regulatório para o mercado de securitização. Ressalte-se, nesse sentido, que determinadas matérias que eram disciplinadas nas regras dos referidos produtos passaram a integrar a Resolução, notadamente a disciplina da assembleia de investidores e o conteúdo mínimo do instrumento de emissão do título de securitização (Suplemento A).

Cabe esclarecer, ainda, que as manifestações recebidas na audiência pública estão disponíveis na íntegra na página da CVM na rede mundial de computadores[1], de modo que os comentários e sugestões tempestivamente apresentados são tratados neste relatório de forma resumida. Já as

[1] Vide http://www.cvm.gov.br/audiencias_publicas/ap_sdm/2020/sdm0520.html.

sugestões de ajustes meramente redacionais não estão citadas, mas foram levadas em consideração na elaboração da proposta definitiva de Resolução.

A numeração dos dispositivos comentados, quando aplicável, aparecem no título de cada item deste relatório de acordo com o proposto a Minuta, e não conforme a proposta final de redação da norma.

Para melhor descrever e comentar as sugestões recebidas, o relatório está organizado da seguinte forma[2]:

Conteúdo do Relatório

1. Participantes da audiência pública 5
2. Comentários gerais 6
2.1 Alteração da área responsável pelo registro e supervisão das companhias securitizadoras 6
2.2 Tipo societário das companhias securitizadoras 7
2.3 Decisão Conjunta BACEN/CVM 13/03 7
2.4 Ofício-Circular CVM/SRE 1/2020 - Itens 29 e 32 7
2.5 Contagem de prazo na Minuta (vários) 8
2.6 Regulamentação complementar sobre as companhias S2 e objeto social exclusivo 8
2.7 Procedimento para apreciação de consultas feitas junto à CVM 9
2.8 Obrigatoriedade de relatório de classificação de risco 10
3. Comentários gerais à minuta 11
3.1 Escopo e abrangência da norma (vários) 11
3.2 Definições (art. 2º) 15
3.2.1 Assembleia especial de investidores (art. 2º, inciso II) 15
3.2.2 Coobrigação (art. 2º, inciso IV) 16
3.2.3 Direitos creditórios (art. 2º, V) 17

[2] A numeração dos artigos corresponde à encontrada na Minuta submetida à audiência pública e não necessariamente à da versão definitiva da resolução.

3.2.4 Operações de securitização e regime fiduciário (art. 2º, VI e VII)..... 17
3.2.5 Inserção de definição de título de securitização (art. 2º, novo inciso) 20
3.3 Tratamento dado às Cédulas de Crédito Imobiliário (art. 3º)..... 21
3.4 Exigência de Plano de Negócios (art. 4º e Anexo A da Minuta)..... 21
3.5 Atuação, responsabilidade e cumulação de funções dos diretores (arts. 5º, 22 e 23)..... 22
3.6 Procedimentos de registro (art. 7º) 24
3.7 Suspensão, cancelamento e conversão de registro de companhia securitizadora registrada nas categorias S1 e S2 (art. 8º) 25
3.8 Suspensão e cancelamento de registro (art. 11 e seguintes) 26
3.9 Procedimento do recurso em face de suspensão e cancelamento do registro (art. 13)..... 28
3.10 Uso das expressões “termo de securitização” e “certificados” (art. 17, incisos III e VI)..... 28
3.11 Inclusão de obrigações para a companhia securitizadora (art. 17, novos incisos) 29
3.12 Vedações (art. 18)..... 30
3.12.1 Aquisição de direitos creditórios de partes relacionadas (art. 18, I) 30
3.12.2 Garantias (art. 18, II)..... 33
3.12.3 Recebimento de recursos em conta não vinculada (art. 18, inciso III) 34
3.12.4 Adiantamento de rendas futuras (art. 18, IV)..... 35
3.12.5 Aplicação no exterior (art. 18, V) 36
3.12.6 Possibilidade de integralização a prazo e chamadas de capital (art. 18, VI) 37
3.12.7 Negligência por parte das companhias securitizadoras (art. 18, inciso VIII) 38
3.12.8 Escopo de atuação da companhia securitizadora na gestão dos patrimônios separados (art. 18, novo parágrafo) 39
3.13 Controles internos (art. 19)..... 39
3.14 Planos de contingência (art. 20) 40
3.15 Publicidade do relatório anual (art. 21) 40
3.16 Receitas financeiras (art. 22) 40

3.17 Segregação de atividades e compartilhamento de estruturas por companhias securitizadoras de um mesmo grupo econômico (art. 23) 45

3.18 Contratação de prestadores de serviços (art. 25 – atual art. 33) 47

3.19 Terminologia: "entidade administradora de mercado organizado" e "registradora de créditos" (arts 25 – atual 33 –, I, art. 26 – atual art. 35 –, § 2º, III, "a", art. 27 – atual art. 36 –, inciso II, item 12.1.g do Anexo B – atual Suplemento C) 52

3.20 Responsabilidade de prestadores de serviços (arts. 25 – atual art. 33, novo §, e 26 – atual art. 35, § 1º) 53

3.21 Lastro *vs.* garantia (art. 25 – atual art. 33, 28 – atual art. 37 e Anexos D, E e F – atuais Suplementos E, F e G) 54

3.22 Subcontratação de serviços (art. 26 – atual art. 35) 55

3.23 Deveres de diligência e fiscalização (art. 27 – atual art. 36) 62

3.24 Conta escrow (art. 28 – atual art. 37) 62

3.25 Conta utilizada em operações com derivativos pela companhia securitizadora (art. 29 – atual art. 38) 65

3.26 Destituição e substituição de companhia securitizadora (art. 30 – atual art. 39) 65

3.27 Emissão e distribuição de valores mobiliários (art. 31 – atual art. 43) 70

3.28 Prestação de informações (art. 32 – atual art. 44) 70

3.29 Informações na página da companhia securitizadora na rede mundial de computadores (art. 34 – novo art. 46, novo inciso IV e novos §§ 1º e 2º) 71

3.30 Informações periódicas (art. 35 – atual art. 47) 73

3.31 Prazo para envio de informes mensais e sugestão para as emissões sem regime fiduciário (art. 36 – atual art. 47, III a V, e criação de novos dispositivos e Suplementos E, F e G) 75

3.32 Formulário de referência atualização (art. 37, caput e parágrafo único – atual art. 48) 77

3.33 Demonstrações Financeiras da Companhias Securitizadoras (art. 38 – atual art. 49) 78

3.34 Demonstrações financeiras dos Patrimônios Separados e de devedores (art. 39 – atuais arts. 50 e 51) 79

3.35 Ato ou fato relevante (art. 40 – atua art. 52, IV) 81

3.36 Disposições finais e transitórias (arts. 46 a 49, 57 e 58 – atual Capítulo XIII) 83
3.37 Vedação de participação de sociedades de economia mista (inserção de novo dispositivo) ... 84
3.38 Alteração da Instrução CVM 358 (art. 50 – atual art. 63) - Resolução CVM 44 84
3.39 Alteração no art. 4º-A da Instrução CVM 414 (art. 1º do Suplemento A) 85
3.40 Alteração no art. 4º-B da Instrução CVM 414 (art. 51 – atuais arts. 40 e 41) 85
3.41 Alteração no art. 7º da Instrução CVM 414 (atual Suplemento A) 87
3.42 Alteração no art. 16-B da Instrução CVM 414 (art. 51 – atual art. 25) 93
3.43 Alteração no art.16-C da Instrução CVM 414 (art. 51 – atual Suplemento A e art. 25) 95
3.44 Alteração no art. 16-D da Instrução CVM 414 (art. 51 – atual art. 27) 95
3.45 Alteração no art. 16-E da Instrução CVM 414 (art. 51 – atual Suplemento A e art. 26) 96
3.46 Alteração no art. 16-F da Instrução CVM 414 (art. 51 – atual art. 30) 96
3.47 Outros comentários à Instrução CVM 414 96
3.48 Alteração na Instrução CVM 600 (art. 55 – atual Suplemento A) 97
3.49 Inclusão de novo participante na Instrução CVM 608 sobre multa cominatória - Resolução CVM 47 (atual art. 66) 98
3.50 Revogações (atual art. 67) 98
3.51 Comentários aos Anexos da Minuta 99
3.51.1 Comentários ao Anexo B (atual Suplemento C) 99
3.51.2 Comentários ao Anexo C (atual Suplemento D) 100
3.51.3 Comentários aos Anexos D, E e F (atuais Suplementos E, F e G) 101
4. Proposta definitiva de resolução 102

1. Participantes da audiência pública

Os seguintes participantes manifestaram-se na audiência pública: (i) Associação Brasileira de Crédito Digital – ABCD em conjunto com a Associação Brasileira de Instituições de Pagamento – ABIPAG ("ABCD/ABIPAG"); (ii) Associação Brasileira das Entidades de Crédito Imobiliário e Poupança ("ABECIP");

(iii) Associação Brasileira das Securitizadoras Imobiliárias e do Agronegócio ("ABSia"); (iv) Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiros e de Capitais ("ANBIMA"); (v) B3 S.A. – Brasil, Bolsa, Balcão ("B3"); (vi) Bari Securitizadora ("Bari"); (vii) Brazilian Securities Cia de Securitização ("Brazilian Securities"); (viii) Carvalho Pontarolli Advogados Associados ("Carvalho Pontarolli"); (ix) Cascione Pulino Boulos Advogados ("Cascione Advogados"); (x) Coelho Advogados; (xi) Companhia Província de Securitização ("Província"); (xii) Duarte Garcia, Serra Netto e Terra Sociedade de Advogados ("Duarte Garcia"); (xiii) Eco Securitizadora de Direitos Creditórios do Agronegócio ("Eco Securitizadora"); (xiv) Federação Brasileira de Associações de Fiscais de Tributos Estaduais ("FEBRAFITE"); (xv) FMI Securitizadora; (xvi) ISEC Securitizadora; (xvii) Lit Capital Soluções Financeiras ("Lit Capital"); (xviii) Lobo de Rizzo Sociedade de Advogados ("Lobo de Rizzo"); (xix) Moody's América Latina ("Moody's"); (xx) Pátria Investimentos; (xxi) Pentágono DTVM ("Pentágono"); (xxii) Caixa de Previdência dos Funcionários do Banco do Brasil ("PREVI"); (xxiii) Secretaria da Fazenda e Planejamento do Estado de São Paulo ("SEFAZ-SP"); (xxiv) Stocche Forbes Advogados ("Stocche Forbes"); (xxv) Uqbar Educação e Informação Financeira Avançada ("Uqbar"); e (xxvi) Vaz, Buranello, Shingaki e Oioli Advogados ("VBSO").

2. Comentários gerais

2.1 Alteração da área responsável pelo registro e supervisão das companhias securitizadoras

ABSia sugere que a alocação das atividades de registro e supervisão aplicáveis às companhias securitizadoras da Superintendência de Relações com Investidores Institucionais (SIN) para uma gerência específica ("Gerência de Securitização"), de forma a direcionar os assuntos desta modalidade de investimento a uma estrutura dedicada e especializada.

A estrutura organizacional da CVM possui uma nova superintendência, notadamente dedicada à indústria de securitização: a Superintendência de Supervisão de Securitização (SSE), criada nos termos do Decreto 6.382, de 2008, conforme alterado pelo Decreto 10.596, de 2021, e da Resolução CVM nº 24, de 5 de março de 2021, que dispôs sobre o Regimento Interno da Autarquia. A criação da SSE vai ao encontro dos comentários recebidos na audiência pública no sentido de a CVM possuir um componente organizacional especializado no tema.

2.2 Tipo societário das companhias securitizadoras

Bari indaga se ao denominar as "companhias securitizadoras" de tal forma, a Minuta pretendeu que elas possuam caráter permanente de sociedades anônimas, considerando a possibilidade de ser alterada a regra da companhia securitizadora para que pudesse ser criada na forma de sociedade limitada.

No que se refere ao questionamento de Bari, esclarece-se que companhias securitizadoras que se registrem na CVM devem necessariamente ser sociedades por ações, nos termos do art. 2º, § 3º, I, da Lei nº 6.385, de 1976 ("Lei 6.385").

2.3 Decisão Conjunta BACEN/CVM 13/03

Província entende que seria importante incluir um dispositivo que permita o pagamento da atualização monetária para contratos imobiliários com prazo igual ou superior a 36 meses, hoje proibido por força do art. 2º, parágrafo único, inciso II, da Decisão-Conjunta BACEN/CVM 13, de 2003. A solicitação visa fazer com que a dívida não seja aumentada com a incorporação da inflação, o que muitas vezes desequilibra a razão entre garantia e dívida.

A referida disposição da Decisão-Conjunta BACEN/CVM 13/03 está fora do escopo da presente audiência pública, e assim a sugestão não foi acatada. A revisão do referido normativo ora se encontra em debate no fórum da Inciativa de Mercado de Capitais – IMK, coordenada pelo Ministério da Economia.

2.4 Ofício-Circular CVM/SRE 1/2020 - Itens 29 e 32

Província aponta uma obrigatoriedade instituída no referido Ofício-Circular, no seu item 29, subitem (viii), e solicita que a passagem seja materialmente alterada e inserida na norma.

Fazendo referência ao item 32 do Ofício-Circular, por entender que a restrição ali abordada reduz a eficiência da operação de securitização para os cedentes, Duarte Garcia pleiteia que a Minuta preveja a possibilidade de que os créditos cedidos e vinculados aos CRI ou CRA possam ser cedidos sob condição suspensiva (por exemplo, créditos de compromissos de venda e compra de imóveis, contratos de locação, contratos de fornecimento de alimentos etc.).

As sugestões da Província e Duarte Garcia dizem respeito ao conteúdo de um Ofício-Circular, que, inclusive, sequer é ato normativo, de forma que estão fora do escopo da presente audiência pública, não tendo sido adequadamente debatidas com o mercado, pelo que não foram acatadas.

Não obstante, a área técnica da CVM, quando entender pertinente, poderá editar um novo Ofício-Circular, atualizando seu entendimento à luz do novo arcabouço regulatório, e assim eventualmente alcançando as matérias abordadas pelo participante.

2.5 Contagem de prazo na Minuta (vários)

FMI Securitizadora comenta que, ao longo da Minuta, foram mencionados diversos prazos, seja de envio de informações, seja de atendimento de exigências, ou ainda recursais, dentre outros. Em alguns dispositivos, porém, não ficou estipulada a forma de contagem dos prazos, se em dias úteis ou corridos, ao passo que em outros se determina expressamente que se trata de dias úteis.

Dado o exposto, a participante questiona se o meio de contagem dos prazos será tido por dias úteis ou dias corridos e sugere a existência de uma tendência legislativa nacional para uniformização da contagem de prazos em dias úteis, sejam eles administrativos ou judiciais, conforme se extrai de normas administrativas federais e estaduais, bem como do atual e vigente Código de Processo Civil.

Em resposta ao questionamento de FMI Securitizadora, informa-se que os prazos previstos na Resolução que não façam menção a dias úteis, devem ser contados em dias corridos, tal como já se verifica nas outras Resoluções editadas pela CVM.

A propósito, cabe realçar que os prazos previstos no Decreto 10.178, de 2019, que dispõe sobre os critérios e os procedimentos a serem observados pelos órgãos e pelas entidades da administração pública federal direta, autárquica e fundacional para a classificação do nível de risco de atividade econômica e fixação do prazo para aprovação tácita do ato público de liberação, são contados em dias corridos.

Assim, os prazos relacionados à concessão de registro previstos nos arts. 6º e 7º são contados em dias corridos, assim como o prazo para adaptação das companhias securitizadoras (art. 60).

2.6 Regulamentação complementar sobre as companhias S2 e objeto social exclusivo para as mesmas

FMI Securitizadora questiona se haverá regramento objetivo sobre a condição financeira da companhia securitizadora registrada na categoria S2, de modo a compreender se a CVM pretende normatizar determinados padrões financeiros mínimos para as companhias securitizadoras S2, de forma

análoga ao que ocorre com instituições financeiras (alavancagem máxima, índice de Basiléia mínimo etc.); ou se, mantida a absoluta transparência com os investidores, não há que se falar em tal normatização.

Adicionalmente, a participante pergunta se as companhias securitizadoras registradas na categoria S2 deverão ter objeto social exclusivo ou poderão desempenhar outras atividades, ainda que secundárias, que não a aquisição de recebíveis, considerando que poderão operar sem a instituição de regime fiduciário.

Quanto ao primeiro questionamento, acerca de eventual previsão de regulamentação adicional sobre requisitos de capital a serem exigidos das companhias S2, informa-se que o novo regramento não contempla tal tipo de regra de cunho prudencial. Note-se, ainda, que as companhias securitizadoras não são instituições financeiras.

O arcabouço legal vigente[3] já restringe a atuação das companhias às atividades afeitas à securitização de créditos, pelo que já existe um padrão efetivamente utilizado pela indústria, que no entendimento dessa CVM deve ser preservado pela sua regulamentação, independentemente do segmento econômico no qual foi originado o direito creditório.

2.7 Procedimento para apreciação de consultas feitas junto à CVM

Stocche Forbes comenta que seria de extrema relevância para a indústria de securitização ter previsibilidade com relação ao prazo de resposta da CVM para a apreciação de consultas a respeito da admissibilidade de lastros específicos de CRI e CRA formuladas “em tese”, sem a necessária vinculação a uma operação específica. Tal medida promoveria ambiente seguro e mais eficiente para a discussão de estruturas inovadoras de securitização.

Não se entendeu conveniente estabelecer no texto da Resolução prazo para resposta de consultas, uma vez que os prazos necessários tenderiam a depender, em larga medida, do objeto da consulta e o alcance de sua repercussão, bem como por não parecer razoável esperar que a estruturação de

[3] A Lei 9.514, de 1997, estabelece a finalidade das companhias securitizadoras de créditos imobiliários, a Lei 11.076, de 2004, faz o mesmo com as companhias securitizadoras de direitos creditórios do agronegócio, assim como a Resolução CMN 2.686, de 2000, disciplina a cessão de recebíveis financeiros para as companhias securitizadoras de créditos financeiros.

operações por agentes de mercado careça de uma análise prévia do regulador, ainda que no âmbito de sua área técnica.

2.8 Obrigatoriedade de relatório de classificação de risco

Uqbar comenta que a obrigatoriedade do relatório de classificação de risco por ofertas direcionadas ao varejo deve ser questionada e opina que a existência e a frequência de elaboração do relatório de classificação de risco deveriam ser algo livremente pactuado entre investidores, securitizadora e agência.

Conforme já sinalizado na sua proposta para a nova regulamentação dos FIDC (Audiência Pública SDM o08/20), a CVM entende que a classificação de risco de crédito é uma informação importante para a tomada de decisão de investimento do público em geral, haja vista que operações de securitização são mais complexas que as operações usualmente acessadas pelo investidor de varejo, sendo a classificação de risco uma forma de informar o risco de crédito da operação de modo amigável, simplificado, inteligível para esse perfil de investidor.

Note-se que em ambos os casos – companhias securitizadoras e FIDC – o requisito só se faz presente quando a operação é destinada ao público em geral. Tomando por base o que acontece no mercado de CRA, pode-se afirmar que as operações destinadas ao varejo usualmente já contam com classificação de risco.

Diante do acima exposto, bem como considerando que o requisito de existência de rating guarda relação com o público-alvo da operação, mas não com as diferenças entre segmentos econômicos, ao ter a oportunidade de rever a matéria em atenção ao Decreto 10.139, a CVM optou por, circunstancialmente, dotar todas operações de securitização destinadas ao público em geral – e somente essas operações - de classificação de risco de crédito.

Assim, a sugestão de Uqbar não foi acatada na íntegra, mas cabe dizer que quando a operação de securitização for destinada a investidores qualificados, a existência e a frequência de elaboração do relatório de classificação de risco poderão ser livremente pactuadas.

3. Comentários gerais à minuta

3.1 Escopo e abrangência da norma (vários)

Vários participantes fizeram referência às estruturas das operações de securitização de direitos creditórios financeiros, que não contam com previsão legal de instituição de regime fiduciário e patrimônio separado. A estrutura hoje adotada pelas companhias securitizadoras financeiras emula a existência de um patrimônio separado, por meio da constituição de uma sociedade de propósito específico ("SPE") criada tão somente para uma única operação de securitização – uma estrutura ineficiente, mas que viabiliza as operações. Com base nessa forma de atuação do mercado, alegam que os custos de observância regulatória aplicados para cada SPE, como emissoras, inviabilizariam as operações.

ANBIMA propõe que securitizadoras que executem apenas uma única operação possam compartilhar o máximo possível de estruturas e recursos com companhias securitizadoras sob controle comum e que já se encontrem registradas na CVM. Além disso, a associação propõe que o rito de registro ordinário de emissor das SPE seja o automático, tendo em vista o amplo compartilhamento de informações e de estrutura que já teriam sido objeto de apreciação pela Autarquia.

ABSia, considerando que o registro das SPE na CVM seria imaterial, propõe que ele seja dado ao grupo econômico, ao invés de a cada securitizadora que o componha em separado, de forma que haja o registro automático de novas securitizadoras após o primeiro registro de seu grupo econômico. A associação sugere, ainda, que seja criada uma terceira categoria de companhias securitizadoras, que diferencie as companhias que emitem valores mobiliários relacionados às Leis nº 9.514 (CRI) e nº 11.076 (CRA) daquelas que emitem valores mobiliários com lastro originados em outros segmentos econômicos, as quais se enquadrariam como categoria S3.

Tal categoria S3 ensejaria flexibilizações nos arts. 4º, no sentido de que o registro seja concedido pela CVM de forma automática, e 5º, de forma a permitir (i) a acumulação de funções pelos diretores estatutários em empresas de um mesmo grupo econômico; e (ii) que tais companhias securitizadoras possam compartilhar as políticas, código de ética, regras e controles internos de adoção obrigatória, bem como as demais estruturas de suporte (**backoffice**), inclusive recursos humanos, desde que não haja conflito de interesses.

Ainda que sem fazer menção à criação de uma categoria S3, VBSO traz sugestões análogas às apresentadas por ABSia, dado que, embora autônomas do ponto de vista societário, em geral as SPE

possuem a mesma estrutura acionária e compartilham funcionários, sistemas, **softwares** e demais funcionalidades necessárias para a realização e manutenção das operações de securitização. Como alternativa, propõe que seja permitida a divulgação conjunta de informações por companhias securitizadoras que estejam sob controle comum, assim como a utilização de políticas e estruturas comuns voltadas ao cumprimento das regras dispostas na Minuta.

Com base no conteúdo da Minuta, Carvalho Pontarolli solicita que seja esclarecido se a norma alcançará as companhias securitizadoras que fazem emissões privadas de títulos de securitização, que não são albergadas pelas Instruções CVM 400 e 476.

Coelho Advogados defende que a aplicação das regras às operações de securitizações financeiras e comerciais inviabilizará essa parcela cada vez mais significativa e importante da indústria de securitização, uma vez que o custo regulatório será excessivamente alto. Isto posto, sugere alteração no art. 1º, visando aplicar a Resolução somente às securitizadoras imobiliárias e do agronegócio, e tão logo haja leis que permitam a instituição de regime fiduciário e a constituição de patrimônio separado a outras operações de securitização, também a estas novas operações.

ISEC e Lobo de Rizzo comentam que a redação do art. 1º não deixa claro se a intenção da Autarquia é regular também as securitizadoras financeiras, companhias que não têm previsão legal de segregação de patrimônio da operação do patrimônio da securitizadora. Sugerem que a regulamentação deixe consignado que as SPE não precisariam se registrar na CVM e cumprir a norma em sua plenitude.

Lit Capital, diante do teor da Minuta colocada em audiência abarcando somente securitizadoras de capital aberto, solicita que a CVM esclareça se a Minuta contempla securitizadoras de ativos empresariais ou comerciais e de capital fechado.

Pátria Investimentos, também preocupada com o custo de observância regulatória, assim como considerando que investidores profissionais não carecem da proteção da regulamentação em toda a sua extensão, propõe que sejam concedidos descontos regulatórios às companhias securitizadoras que emitam valores mobiliários destinados exclusivamente a investidores profissionais. Assim, sugere a inserção de parágrafo único no art. 3º da Minuta para isentar de registro as companhias que emitam exclusivamente com base nessa Instrução.

Uqbar compreende que a Minuta abrange as companhias securitizadoras de créditos financeiros, contudo, entende que essa abrangência não fica imediatamente clara pela leitura da Minuta.

VBSO sugere esclarecer que as companhias securitizadoras que não realizem oferta pública de valores mobiliários e não tenham valores mobiliários admitidos à negociação em mercado não estão sujeitas às disposições da resolução em discussão. Faz sugestão de redação nesse sentido para o art. 1º. Ademais, propõe refinar a definição de companhia securitizadora constante do inciso III do art. 2º, a saber: "*companhia securitizadora: companhia ~~com propósito de~~ cujo objeto social consiste na realização de operações de securitização e atividades diretamente correlatas, tal como definido no inciso VI*".

O arcabouço regulatório até aqui vigente sobre as companhias securitizadoras, baseado na norma geral aplicável aos emissores de valores mobiliários (Instrução CVM nº 480, de 7 de dezembro de 2009 – "Instrução CVM 480"), não atende adequadamente às especificidades da indústria de securitização, sendo o advento da presente norma percebido pela CVM, de maneira geral, como oportuno e conveniente, inclusive do ponto de vista da redução do custo de observância regulatória para as companhias securitizadoras.

Com base em seu zelo pelo equilíbrio entre o desenvolvimento do mercado e a proteção dos investidores, a CVM entende que a indústria de securitização carece de uma regra geral que seja oponível a todas as companhias securitizadoras registradas na Autarquia, independentemente do segmento econômico no qual os direitos creditórios são originados.

A CVM está ciente de que parcela significativa da indústria de securitização opera por meio de Sociedades de Propósito Específico – SPE, constituídas de forma a emular um patrimônio separado. Entende-se que tais SPE podem conferir maior proteção ao investidor em determinadas operações de securitização, na medida em que são utilizadas em segmentos em que não há previsão legal de separação do patrimônio. Além disso, compreende-se que sujeitar as referidas SPE, individualmente, a todas as obrigações e respectivos custos derivados desta Resolução originaria o risco de essas estruturas se tornarem economicamente inviáveis.

Isto posto, inicialmente cabe registrar, de modo inequívoco, que o pedido de registro na CVM nas categorias S1 ou S2 é requerido somente das companhias securitizadoras que desejem que os títulos de securitização de sua emissão possam ser adquiridos, seja no mercado primário ou secundário, por investidores que não sejam considerados profissionais.

Portanto, continuará sendo possível que companhias não registradas na CVM façam ofertas públicas de títulos de securitização, desde que tais ofertas sejam exclusivamente destinadas a investidores profissionais, seja por meio da Instrução CVM nº 476, de 16 de janeiro de 2009 ("Instrução

CVM 476"), seja por meio do novo regime proposto para as ofertas públicas, que ora se encontra em análise após a realização audiência pública, e que também reflete tal possibilidade.

Assim, tendo em vista que a regulamentação está estruturada para tratar do registro, de normas de conduta, da contratação e prestação de serviços, das assembleias de investidores e do regime de informações, a CVM claramente concentra o seu foco nas companhias que emitem títulos de securitização para colocação junto a um público investidor mais abrangente, formado por investidores não profissionais, lógica essa que também se aplica às negociações no mercado secundário.

Ademais, sob a perspectiva dos custos de observância regulatória para as SPE, e no intuito de não inviabilizar essas operações, a CVM esclarece que os comandos regulatórios da norma não são destinados a tais estruturas.

A redação da norma foi aprimorada (em especial, o art. 3º, § 1º) para esclarecer tal situação, dispensando o registro das SPE que sejam constituídas como subsidiárias integrais de companhia securitizadora registrada na Autarquia na categoria S2[4], sem que isso, por si só, implique em restrições à distribuição e negociação de títulos de securitização de sua emissão no mercado de valores mobiliários. Isso não significa que sejam companhias fechadas, mas tão somente companhias abertas que, dadas as particularidades de sua atuação, podem contar com descontos regulatórios.

Nesse sentido, foi incluído § 5º ao art. 3º para estabelecer que se deve considerar o status de emissor da companhia securitizadora registrada na CVM para fins de aplicação dos ritos de registro de distribuição, alcance de público-alvo e negociação secundária, conforme previstas nas normas que regulamentam as ofertas públicas de valores mobiliários, e não o das sociedades de propósito específico que sejam suas subsidiárias integrais.

Cabe à companhia securitizadora registrada na CVM adotar as medidas necessárias para mitigar a ocorrência de conflito de interesses com suas subsidiárias integrais, bem como conflitos entre as referidas subsidiárias.

Tal abordagem evidencia a intenção da CVM de, no tocante ao alcance e à aplicação da Resolução, equiparar as operações de securitização conduzidas por meio das SPE àquelas que se dão por meio da emissão de certificados de recebíveis com a instituição de regime fiduciário. Assim, as normas de

[4] As companhias registradas na categoria S2 podem emitir títulos de securitização com ou sem a instituição de regime fiduciário.

conduta, os requisitos operacionais e o regime informacional serão igualmente oponíveis a todas as companhias securitizadoras, independentemente do(s) segmento(s) econômico(s) em que atue(m).

Diante de todo o acima exposto, a CVM alterou a definição de companhia securitizadora para fins de aplicação da norma constante do inciso III do art. 2º, deixando expressamente claro que sua regulamentação alcança somente as companhias securitizadoras registradas na Autarquia. Na mesma linha, foram alterados o art. 1º e a ementa da Resolução.

Em resposta à indagação de Lit Capital, considerando que a regulamentação do mercado de valores mobiliários deve ser neutra em relação ao segmento econômico de origem dos recebíveis, esclarece-se que a norma alcança todas, e somente, as companhias securitizadoras registradas na CVM, sendo indiferente para sua aplicabilidade o segmento econômico de origem dos direitos creditórios. Naturalmente, a regulamentação da CVM não tem o condão de afastar eventuais distinções estabelecidas por leis e outras normas de hierarquia superior.

Por fim, em atenção às sugestões no sentido de que fosse criada uma categoria S3, ainda que não tenham sido acatadas, restam adequadamente contempladas pelas soluções acima descritas.

3.2 Definições (art. 2º)

3.2.1 Assembleia especial de investidores (art. 2º, inciso II)

B3, tendo em vista que a Minuta adota o termo “assembleia especial de investidores” para tratar da assembleia dos titulares de valores mobiliários emitidos pelas companhias securitizadoras que configurem operações de securitização, entende pertinente que as Instruções CVM 414 e 600 sejam adequadas para que a mesma terminologia seja utilizada.

Pentágono sugere a retirada da palavra “especial” do inciso II, na medida em que o termo “especial” induz ao entendimento de que é uma assembleia com regime diferenciado de assembleias comuns, o que não parece ser o caso, passando-se a adotar o termo “assembleia de investidores”.

VBSO sugere que a denominação das assembleias de investidores de que trata o inciso II do art. 2º seja alterada de “*assembleia especial de investidores*” para “*assembleia geral de investidores*” para os conclaves de titulares dos valores mobiliários emitidos no âmbito de operações de securitização, em linha com terminologia habitualmente utilizada na regulamentação adotada pela CVM em outras normas (por exemplo, na Instrução CVM 600).

De modo alinhado ao que foi proposto para os fundos de investimento por meio da Audiência Pública SDM 8/20, adota-se a nomenclatura de "assembleia especial" a assembleia de titulares de títulos de securitização de uma determinada emissão, preservando a utilização da expressão "assembleia geral", conforme tradicionalmente utilizada no mercado de valores mobiliários, para se referir à assembleia para a qual são convocados os acionistas da companhia securitizadora. Assim, as sugestões não foram acatadas.

A sugestão de B3 foi acatada e a redação das citadas normas foi alterada ao serem convertidas para anexos normativos da Resolução no contexto do projeto de revisão e consolidação de atos normativos, que está sendo conduzido pela CVM em atenção ao Decreto 10.139, de 2019.

3.2.2 Coobrigação (art. 2º, inciso IV)

ANBIMA pondera que seja ajustada a redação, de modo a não equiparar a coobrigação a quaisquer outras formas de retenção de riscos que não constituem, juridicamente, coobrigação, tais como aquisição de cotas subordinadas, seguros de crédito ou performance, entre outras.

B3 entende que a definição da coobrigação poderia estar alinhada à prática atualmente adotada, em que se observa que a retenção do risco de crédito, assumida pelo cedente ou terceiro, é vinculada aos ativos que o compõem e não diretamente em relação ao próprio certificado, conceito esse que já é utilizado no art. 2º, inciso XV, da Instrução CVM nº 356, de 17 de dezembro de 2001 ("Instrução CVM 356").

VBSO comenta que a Minuta prevê uma definição de "coobrigação" que a equipara à retenção substancial de risco. No entanto, a coobrigação possui um sentido técnico-jurídico específico: é o mecanismo pelo qual uma pessoa assume, em conjunto com outro devedor, uma obrigação de pagar. Nesse sentido, não se confunde com muitas outras e variadas formas de retenção de risco de crédito.

Além disso, no âmbito de operações de securitização, em geral o risco de crédito assumido pelo cedente não diz respeito aos títulos emitidos pela companhia securitizadora, mas aos direitos creditórios que o lastreiam. Deste modo, sugere que a definição seja centrada na retenção de risco, e não em um de seus mecanismos, fazendo sugestão de texto nessa direção.

Duarte Garcia entende que a redação do inciso IV é muito ampla, podendo levar o intérprete a concluir que uma garantia de cessão fiduciária ou de cessão em volume maior que o da emissão (colateralização) seria uma coobrigação nos termos da Resolução.

Em atenção às manifestações, o termo "coobrigação" foi substituído por "retenção de risco" (novo inciso X do art. 2º). O dispositivo passou a prever que retenção de risco é qualquer obrigação contratual ou mecanismo existente no âmbito de operação de securitização por meio do qual o cedente ou terceiro retenha, total ou parcialmente, o risco de crédito decorrente da exposição à variação do fluxo de caixa dos direitos creditórios que lastreiam a emissão. Desse modo, as menções à coobrigação ao longo da norma também foram revistas.

3.2.3 Direitos creditórios (art. 2º, V)[5]

Segundo Duarte Garcia, a Minuta define direitos creditórios de forma ampla e genérica. O proponente sugere que essa definição contemple a definição de direitos creditórios do agronegócio, estabelecida na Instrução CVM 600, bem como uma definição de créditos imobiliários, a qual sugere que seja incluída também na Instrução CVM 414.

A sugestão não foi acatada, pois a redação proposta foi propositalmente genérica o bastante para fazer com que as regras não incidam somente sobre companhias securitizadoras de direitos creditórios do agronegócio ou imobiliários, servindo de maneira ampla para a indústria de securitização que acesse a poupança pública, e de forma a alcançar todos os segmentos da economia.

3.2.4 Operações de securitização e regime fiduciário (art. 2º, VI e VII)[6]

Coelho Advogados sugere a inserção do termo "e as respectivas garantias" na definição de operações de securitização, uma vez que as garantias, conjuntamente com os direitos creditórios, também são afetadas pelo regime fiduciário e constituem o patrimônio separado. ISEC e Eco Securitizadora igualmente relatam que o inciso VII do art. 2º da Minuta não mencionou as garantias da operação, que devem também fazer parte do regime fiduciário. Os participantes fazem sugestões de redação nesse sentido e citam a redação do § 3º do art. 11 da Lei nº 9.514, de 1997 ("Lei 9.514"), a qual deixa claro que as garantias provenientes do lastro ou outras garantias constituídas a favor da operação fazem parte do patrimônio separado.

Província sugere alteração na alínea "c" do inciso VII, para deixar claro que o regime fiduciário alcança, além dos direitos creditórios, as garantias reais e financeiras, tais como fundos de reserva, fundos

[5] Renumerado para inciso IV do art. 2º.
[6] Renumerados para os incisos VII e IX do art. 2º.

de despesas, contas correntes, conforme são descritos nos respectivos termos de securitização, e faz sugestão redacional nesse sentido.

Uqbar aponta que a caracterização de operação de securitização no inciso VI do art. 2º da Minuta não é algo unívoco quando a referência é uma operação de securitização sem regime fiduciário, dado que há operações nas quais o pagamento aos investidores não estaria condicionado primariamente ao recebimento dos recursos do lastro, mas à capacidade de pagamento da SPE. Idealmente, para consignar que o título não é uma operação de securitização, um ativo cujo pagamento não está condicionado ao lastro deveria apresentar em sua escritura de emissão algum **disclaimer** para informar esse fato. Uqbar, apesar de entender que tal previsão está além do escopo dessa Minuta, pontua que tal questão precisa ser tratada pelo regulador a fim de que assimetrias no campo informacional sejam mitigadas.

As sugestões dos participantes não foram acatadas, tendo a CVM optado por tratar o alcance do instituto do regime fiduciário como uma questão mercadológica, preservados os limites estabelecidos na legislação. Assim, cabe ao instrumento de emissão definir o alcance do regime fiduciário.

No que se refere à manifestação da Uqbar, a CVM entende que, ainda que a operação de securitização seja conduzida sem a instituição de regime fiduciário sobre a carteira de recebíveis, ou seja, com o patrimônio da companhia securitizadora emissora sendo alcançável pelos investidores, é inequívoco que a remuneração do título de securitização advém primariamente de uma carteira de recebíveis adquirida e administrada pela companhia securitizadora.

ABECIP, ABSia, ANBIMA, Cascione Advogados, Coelho Advogados, Duarte Garcia e VBSO comentam que a Minuta previu que a cessão fiduciária dos direitos creditórios integrantes do lastro é uma das características definidoras do regime fiduciário, ao passo que a Lei 9.514 não estabelece a obrigatoriedade de realização de cessão fiduciária dos direitos creditórios integrantes do lastro à companhia securitizadora. Sugerem a exclusão da alínea “a” do inciso VII.

ANBIMA lembra que, sem prejuízo da exclusão, nada impediria as partes envolvidas na transação de constituírem cessão fiduciária sobre o lastro como uma garantia real adicional, arcando com os custos respectivos.

Já para Cascione Advogados, a constituição de cessão fiduciária não é necessária porque o lastro já é de titularidade da companhia securitizadora no momento da emissão dos títulos de securitização, seja por cessão ou aquisição direta pela securitizadora. Assim, pondera, a única parte legítima de

constituir a cessão fiduciária sobre tais créditos seria a própria securitizadora, a qual figuraria como cedente fiduciante e cessionária fiduciária do mesmo crédito, o que não teria respaldo no ordenamento jurídico vigente para os fins de proteção dos investidores.

VBSO alega que não seria necessário estabelecer em norma infralegal obrigação de constituição de cessão fiduciária sobre o lastro, tendo em vista, de um lado, a amplitude das proteções já legalmente conferidas em decorrência da própria instituição do regime fiduciário (art. 11 da Lei 9.514) e, de outro, que a constituição de cessão fiduciária em garantia atrai custos adicionais para a operação de securitização.

ABSia comenta que hoje ocorre a cessão definitiva de tais recebíveis, que constituirão propriamente o lastro da emissão. Alega ainda que, em diversas operações, há eventos que resultam na resolução parcial da cessão, como em operações em que há excesso de lastro ou diferentes taxas de remuneração do lastro e dos CRI. Em tais situações é comum que o excedente seja devolvido ao cedente, por meio de resolução parcial da cessão dos créditos.

Eco Securitizadora sugere alteração no dispositivo, mas não sua exclusão, de modo a deixar claro que uma das características do regime fiduciário é a transferência definitiva dos direitos creditórios que lastreiem a emissão em benefício da securitizadora. Faz sugestão redacional nesse sentido.

Pentágono desenvolve argumentação similar, mas faz proposta distinta de ajuste. Comenta que o regime fiduciário é aquele em que se adota patrimônio separado, independentemente de haver a constituição de cessão fiduciária dos créditos, que é modalidade de garantia. A constituição de cessão fiduciária sobre os direitos que lastreiam a emissão não pode ser obrigatória, até porque, em muitos casos, é inviável.

Tal como fundamentado e pleiteado por ABECIP, ABSia, ANBIMA, Cascione Advogados, Coelho Advogados, Duarte Garcia e VBSO, a alínea “a” do inciso VII (atual inciso IX) do art. 2º foi excluída.

As sugestões de Eco Securitizadora e Pentágono não foram acatadas, em função da escolha acima relatada, mas cabe comentar que a matéria “regime fiduciário” é afeita ao direito civil, não à regulamentação do mercado de capitais, fato esse que, inclusive, ampara as escolhas regulatórias feitas pela CVM no tocante à matéria.

Quanto à alínea “d”, B3 e Pentágono sugerem a inclusão, ao seu final, de que seja observado o disposto na norma específica da CVM a respeito do exercício da atividade de agente fiduciário.

Pentágono pondera, ainda, que a interpretação acerca dos deveres dos agentes fiduciários vem sofrendo alargamento, tendo em vista que os conceitos trazidos pela Instrução CVM nº 583, de 20 de dezembro de 2016 ("Instrução CVM 583"), são muitas vezes abertos e genéricos. Assim, entende que é importante que (i) não sejam atribuídos aos agentes fiduciários ainda mais deveres e atribuições, especialmente em normas que não regulam especificamente essa atividade; e (ii) inexista conflito entre as disposições normativas acerca da atividade do agente fiduciário.

Coelho Advogados, por sua vez, propõe a inclusão de menção a "assunção do patrimônio separado" na alínea "d", em razão da possibilidade de assunção do patrimônio separado por outra companhia securitizadora.

As alíneas "d" e "e" do inciso VII (atual inciso IX) do art. 2º foram incorporadas ao conteúdo mínimo do instrumento de emissão (Suplemento A), posto que toda operação de securitização sujeita às regras da CVM deve contar com um agente fiduciário. Já a proposta de Coelho Advogados não foi acatada, por ter sido considerada desnecessária.

3.2.5 Inserção de definição de título de securitização (art. 2º, novo inciso)

ANBIMA propõe a troca da expressão "valores mobiliários" por "títulos de securitização" no texto do inciso VII. VBSO, no mesmo sentido, propõe incluir nova definição, contemplando "*títulos de securitização*", para utilização ao longo da norma, de caráter eminentemente instrumental, com o intuito de facilitar a compreensão da norma.

As sugestões de ANBIMA e VBSO foram acatadas para fins de homogeneização terminológica ao longo da norma, uma vez que a expressão "títulos de securitização" já é utilizada nos itens 8.7 e 9.3 (atual 9.6) do formulário de referência (além de ser assimilada de maneira intuitiva).

É oportuno registrar que tal definição é instrumental, podendo se referir tanto aos certificados de recebíveis (como CRI e CRA) quanto a outros valores mobiliários de securitização, como as debêntures emitidas pelas sociedades de propósito específico que sejam subsidiárias integrais das companhias securitizadoras registradas na CVM. Desse modo, ao longo na Resolução foi realizada a inserção da referida expressão, quando cabível.

3.3 Tratamento dado às Cédulas de Crédito Imobiliário (art. 3º)

ABSia sugere a adição de um parágrafo único no art. 3º prevendo que às securitizadoras das categorias S1 e S2 é permitida a emissão de Cédulas de Crédito Imobiliário representativa de créditos imobiliários de propriedade da companhia securitizadora, sem que seja necessário se registrar como Categoria A ou Categoria B.

Na medida em que as Cédulas de Crédito Imobiliário não são valores mobiliários previstos na Lei 6.385, sua emissão por companhias securitizadoras não enseja, por si só, o registro dessas companhias na CVM. Desse modo, a sugestão da ABSia não foi acatada.

3.4 Exigência de Plano de Negócios (art. 4º e Anexo A da Minuta)

Com relação aos requisitos para obtenção de registro de novas companhias securitizadoras perante a CVM, ABSia propõe que se inclua, dentre os documentos que devem instruir o pedido, um plano de negócios. Esse documento deve ser exigido tanto para o registro de novas companhias em quaisquer categorias (art. 4º da Minuta), quanto para os pedidos de conversão de uma categoria de registro em outra (art. 15 da Minuta).

O plano de negócios, segundo a ABSia, deve contemplar a descrição da origem de recursos para sua implementação, bem como demonstrar a viabilidade econômica do empreendimento com base em projeções de receitas e despesas nos moldes do que existe nos processos de implementação de outras atividades (como ocorre de modo ordinário na autorização para funcionamento de instituições sujeitas à supervisão do Banco Central do Brasil), de modo a conferir maior segurança ao mercado e mitigar o risco de que as companhias securitizadoras venham a ser descontinuadas antes do cumprimento das obrigações de suas emissões. Do mesmo modo, companhias securitizadoras pré-operacionais deveriam se submeter à mesma documentação para receber aprovação antes de iniciarem suas operações.

O plano de negócios, prossegue, deveria seguir o roteiro exigido no formulário de referência, incluindo o item específico das projeções de resultados dos primeiros cinco anos de operação. Caso o plano de negócios não demonstre a viabilidade econômica do empreendimento em questão, a área competente da CVM deve indeferir o processo da solicitação de registro.

No Formulário de Referência, embora inexista um item específico com a denominação proposta, estão presentes boa parte das informações sugeridas pela ABSia. Somente o detalhamento das projeções de receitas e despesas para os primeiros cinco anos de atuação não tem equivalente no formulário, tendo a CVM optado por exigir que os diretores façam comentários sobre a situação financeira e patrimonial da companhia securitizadora e patrimônios separados.

Cabe lembrar que o formulário é exigido no momento do pedido de registro (Suplemento B, art. 1º, IV), de sorte que boa parte das informações solicitadas pela associação já está contemplada na Minuta. Diante do acima exposto, a proposta não foi acatada.

3.5 Atuação, responsabilidade e cumulação de funções dos diretores (arts. 5º, 22 e 23)

De acordo com o art. 5° da Minuta, a companhia securitizadora que pleiteie registro na categoria S1 ou S2 deve atribuir a responsabilidade pelas atividades de securitização a um diretor estatutário e a responsabilidade pelas atividades de **compliance** a outro diretor estatutário, sem a possibilidade de acumulação de funções. Complementando, nos termos do art. 23 da Minuta, a companhia securitizadora deve manter suas atividades segregadas das atividades exercidas pelas demais pessoas do seu grupo econômico.

Segundo a ABSia, em uma estrutura em que diversas securitizadoras financeiras estão debaixo de um único grupo econômico, bem como na estrutura em que as fintechs possuam suas próprias securitizadoras, é importante deixar claro que os diretores destas securitizadoras possam exercer outras funções no grupo econômico, desde que não haja conflito de interesses.

ABCD/ABIPAG pontuam que segregar essas funções em pessoas diferentes dentro de empresas do mesmo grupo econômico seria algo custoso para este mercado que está em franca expansão. O objetivo da regra, que visa evitar o conflito de interesses entre os diretores estatutários, pode ser perseguido de outras formas.

Segundo as proponentes, a segregação de funções em si só não impede a ocorrência de fatos ilegais e de conflitos de interesse. Por isso, sugerem que a norma deixe claro que um diretor estatutário possa cumular as mesmas funções de que trata a regra, em diferentes empresas do mesmo grupo econômico, bem como exercer outras funções que não impliquem na existência de conflitos de interesse.

Outra sugestão feita por ABCD/ABIPAG foi na redação do § 1º, do art. 5 no sentido de que, se a distribuição não se inserir nas hipóteses no art. 31 (ou seja, quando houver a contratação de instituição

intermediária para a distribuição de valores mobiliários em ofertas superiores a R$ 100.000.000) a responsabilidade prevista no art. 5º não deveria recair ao diretor estatutário da companhia securitizadora, mas sim aos diretores da entidade integrante do sistema de distribuição que realiza a oferta.

Argumentam que esta última exerce um papel importante no âmbito das operações de securitização com distribuição pública de valores mobiliários, incluindo, mas não se limitando, ao direcionamento de qualquer oferta aos investidores apropriados e à verificação de **suitability**, sendo inclusive remunerada por isso.

Eco Securitizadora questiona se a CVM, haja vista a redação do art. 5º, § 2º, inciso II, que estabelece que o diretor estatutário que seja responsável pelo cumprimento de regras, políticas, procedimentos e controles internos não pode atuar em funções comerciais, entende que negociar minutas e contratos das operações de securitização seriam entendidos como funções comerciais. Isso porque relata que o setor jurídico é normalmente responsável pela verificação de cumprimento de regras e políticas, mas ao mesmo tempo é responsável por negociar as minutas das operações.

Uqbar opina que seja importante esclarecer quais são as funções comerciais a que se refere o § 2º do art. 5º para fins de maior clareza.

Em linha com a inclusão do § 1º do art. 3º, a redação da norma passa a deixar claro que seus comandos não se aplicam às SPE que sejam subsidiárias integrais das companhias securitizadoras registradas na CVM.

Desse modo, por se entender que os comandos normativos previstos são voltados para a estrutura administrativa e operacional que efetivamente corresponde à inteligência da atividade de securitização, seja ela feita por meio de certificados de recebíveis com instituição de regime fiduciário ou por meio das SPE, foi inserida previsão expressa de cumulação de diretores com as SPE, nos casos de companhias securitizadoras que atuem exclusivamente em segmentos sem previsão legal de instituição de regime fiduciário, nos termos do art. 3º, § 1º, III da Resolução.

Cabe esclarecer que, no caso de a companhia securitizadora não utilizar a prerrogativa prevista no art. 31 (atual art. 43) de fazer, ela própria, a distribuição dos títulos de securitização de sua emissão, a responsabilidade decorrente da atividade de distribuição caberá ao intermediário, hipótese na qual a companhia securitizadora não precisa designar um diretor responsável pela distribuição. Feito esse

esclarecimento, a CVM entende desnecessária a inclusão de um novo dispositivo para eximir de responsabilidade a companhia securitizadora e seu diretor.

Por fim, com relação ao alcance que se quer atingir ao vedar que o diretor de controles internos atue em funções comerciais, a CVM alterou a redação do dispositivo, de modo a vedar que o referido diretor atue em qualquer atividade que limite sua independência na companhia securitizadora ou fora dela, adotando-se redação já utilizada na regulamentação que dispõe sobre a administração de carteiras de valores mobiliários.

3.6 Procedimentos de registro (art. 7º)

VBSO defende que a sistemática de prazos e troca de informações entre a companhia securitizadora e a CVM seja aprimorada de modo a ficar mais próxima daquilo que hoje é praticado para o registro de emissor para outros tipos de companhias (categorias “A” e “B”), na medida em que este procedimento já é amplamente conhecido e praticado pelo mercado.

ANBIMA defende a exclusão do § 1º do art. 7º, pela mesma razão. Desse modo, o procedimento se inicia com a apresentação do requerimento de registro pelo interessado, com possibilidade de formulação de exigências pela CVM e de sua reiteração mediante ofício de vícios sanáveis. Eventuais prorrogações de prazo podem ser solicitadas pelo interessado, de modo fundamentado.

Cascione Advogados comenta que o art. 7º, § 8º, da Minuta prevê que a inobservância dos prazos previstos na Minuta para o cumprimento de exigências ou solicitações ao registro implicará o indeferimento automático do pedido de registro. Não obstante, e considerando que situações fora do controle da securitizadora possam surgir, como, por exemplo, a ocasionada pela pandemia de Covid-19, é possível que atrasos operacionais ou burocráticos ocorram por fatos ou atos alheios ao controle das securitizadoras. Nesses casos, seria interessante prever um mecanismo para que a securitizadora apresente uma justificativa para um eventual atraso e solicite a concessão de prazo adicional para sanar as pendências, sem que o seu processo de registro seja indeferido automaticamente.

Todos os prazos de análise para concessão de registro pela CVM estão sendo revisitados a partir dos parâmetros dados pelo Decreto 10.178, de 2019, que prevê um tempo total de análise para concessão de autorização de atividade econômica de até 60 dias, a depender do risco da atividade econômica. Desse modo, a sistemática proposta na Minuta de fato difere daquela existente na Instrução CVM 480, ainda não revisitada.

Isto posto, a regra foi simplificada, agora prevendo que a CVM possui um prazo total de 60 dias para analisar o pedido de registro, incluindo análise inicial e formulação de exigências.

3.7 Suspensão, cancelamento e conversão de registro de companhia securitizadora registrada nas categorias S1 e S2 (art. 8º)

B3 sugere a substituição do termo "banco comercial", mencionado no § 1º do art. 8 da Minuta, por "instituição financeira captadora de depósito à vista", uma vez que banco comercial é um dos tipos de instituição financeira que podem ter conta de depósito à vista. Já no § 2º do mesmo artigo, sugere o uso de "ato ou fato relevante". Adicionalmente, no § 3º propugna (i) excluir o termo "se houver", já que, nos termos do inciso IV do art. 25 da Minuta, a presença do agente fiduciário é obrigatória; e (ii) inserir, ao final do inciso I, a expressão "quanto à anuência de todos os titulares dos valores mobiliários em circulação em relação ao cancelamento do registro" para deixar claro o teor da declaração do agente fiduciário.

Lobo de Rizzo pondera que o art. 8º, inciso IV, prevê a possibilidade de cancelamento do pedido de registro da companhia securitizadora por deliberação da totalidade dos detentores de valores mobiliários emitidos pela securitizadora. Ocorre que a possibilidade de cancelamento de registro da securitizadora, em qualquer hipótese, mediante a deliberação dos detentores de valores mobiliários emitidos pela securitizadora, ainda que em sua totalidade, traz insegurança jurídica para a atividade da securitizadora.

Desse modo, o participante propõe que se estabeleça, claramente, as hipóteses em que os titulares dos valores mobiliários emitidos pela securitizadora poderão deliberar pelo cancelamento de seu registro, ou, ainda, que referidas hipóteses sejam obrigatoriamente elencadas em um rol taxativo dentro do instrumento constitutivo de referido valor mobiliário.

Pentágono manifesta que a Minuta prevê um regime especial para as companhias securitizadoras, distinguindo-as dos demais emissores de valores mobiliários. Dessa forma, a fim de manter a distinção, sugere substituir os termos "emissor" ou "emissora" por "companhia securitizadora" no art. 8º, §§ 1º e 3º, II, assim como nos seguintes dispositivos: art. 9°, § 5°; art. 11, § 3°; art. 12, § 4°; art. 32, § 1°; art. 40, incisos VI, X, XII, XIII e XIV e § 6°; e art. 42.

Adicionalmente, Pentágono pondera que, considerando que a hipótese prevista no art. 8°, IV, refere-se à "anuência de todos os titulares dos valores mobiliários em circulação em relação ao

cancelamento do registro", sua comprovação deve ocorrer mediante (i) ata de assembleia de investidores, contando com a presença da totalidade dos investidores, e sendo aprovada por unanimidade; ou (ii) declaração individual de cada um dos investidores anuindo com o cancelamento do registro da companhia securitizadora. Assim, entende que estabelecer que o agente fiduciário possa dar uma declaração nesse sentido (i) atribui responsabilidade desnecessária ao agente fiduciário; e (ii) contraria a necessidade de observar a manifestação da comunhão dos investidores. Por isso, sugere excluir o inciso I do § 3º do art. 8º.

As sugestões apresentadas pela B3 aos §§ 1º, 2º e 3º foram acatadas. Com relação às sugestões de Lobo de Rizzo e Pentágono acerca do art. 8º, IV, cabe destacar que a previsão ali existente já se aplica atualmente, por força do disposto no art. 47, IV, da Instrução CVM 480, a qual não tem gerado insegurança jurídica e não é percebida pela CVM como uma responsabilidade inócua ou tampouco contraria a necessidade de se observar a vontade da comunhão dos investidores.

Ademais, cabe esclarecer que as hipóteses de que trata o art. 8º contemplam o cancelamento voluntário, de iniciativa da companhia securitizadora, e, desse modo, não há que se falar em insegurança jurídica para a companhia. Destarte, tais sugestões não foram acatadas.

Por fim, a sugestão da Pentágono quanto à substituição do termo "emissor(es)" por "companhia(s) securitizadora(s)" foi acatada e está refletida na versão final da norma.

3.8 Suspensão e cancelamento de registro (art. 11 e seguintes)

ABCD/ABIPAG comentam que o art. 11 e seguintes da minuta do Edital, que tratam sobre a suspensão do registro da companhia securitizadora, seguem os mesmos termos da Instrução CVM 480, mas que se propôs um procedimento específico para as regras de cancelamento do registro das securitizadoras.

ABCD/ABIPAG sugerem que o cancelamento do registro de companhias securitizadoras também deva seguir o mesmo rito proposto na Instrução CVM 480 para efeitos de maior segurança jurídica. O espelhamento do art. 54[7] da citada norma na presente regra tornará a adaptação dessas entidades mais

[7] "Art. 54. A SEP deve cancelar o registro de emissor de valores mobiliários, nas seguintes hipóteses: I –extinção do emissor; e II –suspensão do registro de emissor por período superior a 12 (doze) meses.
Parágrafo único. A SEP informará ao emissor sobre o cancelamento de seu registro por meio de ofício encaminhado à sua sede, conforme os dados constantes de seu formulário cadastral, e por meio de comunicado na página da CVM na rede mundial de computadores."

célere e permitirá uma harmonização da nova regulamentação das companhias securitizadoras com o quadro regulatório vigente.

B3 propõe alteração na redação no § 1º do art. 11 para que a comunicação no caso de suspensão do registro de companhia securitizadora seja realizada também às entidades administradoras dos mercados regulamentados em que os valores mobiliários por ela emitidos sejam admitidos à negociação.

A proponente defende, ainda com relação à suspensão do registro de companhia securitizadora, ser conveniente que a comunicação abarque também a comunicação ao agente fiduciário que atue nas emissões de referida companhia securitizadora suspensa, para que ele possa convocar a assembleia especial de investidores no prazo de até quinze dias contado da data de recebimento de referida comunicação, conforme sugestão realizada nos § 1º e § 3º do art. 11 da Minuta.

Adicionalmente, B3 propugna a exclusão do trecho "que contem com a instituição do regime fiduciário de companhia securitizadora" constante do § 3º do art. 11, uma vez que nos termos do inciso IV do art. 25 da Minuta a presença do agente fiduciário é obrigatória independentemente da existência de regime fiduciário.

Pentágono, com relação à antecedência de 10 dias estabelecida para a convocação da assembleia tratada no § 3º do art. 11, argumenta que tanto o art. 14, § 2º, da Lei 9.514, quanto o art. 24 da Instrução CVM 600 e também a redação na Minuta para o art. 16-D da Instrução CVM 414 preveem que as assembleias devem ser convocadas com antecedência mínima de 20 dias. Nesse sentido sugere que o art. 11, § 3°, da Minuta, mantenha o padrão da antecedência de 20 dias entre a convocação e a realização da assembleia, em linha com os demais dispositivos citados.

A sugestão da ABCD/ABIPAG de espelhar a redação do art. 54 da Instrução CVM 480, sobre cancelamento de registro de ofício, ao invés da redação prevista no art. 13 da Minuta, não foi acatada. A CVM entende que aprimorou a norma com a previsão de cancelamento de registro de ofício em razão de fato superveniente devidamente comprovado, em que fique evidenciado que a companhia não mais atende aos requisitos e condições para o registro, ou se constatada a falsidade dos documentos ou de declarações apresentadas para obter o registro (não previstos no art. 54 da Instrução CVM 480).

Quanto às sugestões da B3, foram acatadas as que são referentes ao § 1º do art. 11, para que a comunicação da SSE no caso de suspensão do registro de companhia securitizadora seja realizada também às entidades administradoras dos mercados regulamentados em que os valores mobiliários por

ela emitidos sejam admitidos à negociação e ao agente fiduciário que atue nas emissões de referida companhia securitizadora suspensa, para que ele possa convocar a assembleia especial de investidores.

Não foi aceita a sugestão da B3 de exclusão do trecho do § 3º do art. 11 - "*que contem com a instituição do regime fiduciário de companhia securitizadora*" -, pois o trecho em tela guarda relação com a matéria da assembleia, que é a transferência ou não do patrimônio separado, característico do regime fiduciário.

Por fim, quanto ao prazo previsto entre a convocação da assembleia pelo agente fiduciário e a sua realização, a CVM entende pertinente a homogeneização de tal prazo em 20 dias, tal como proposto pela Pentágono.

3.9 Procedimento do recurso em face de suspensão e cancelamento do registro (art. 13)

FMI Securitizadora, pautando-se nos preceitos almejados pelo Capítulo IV, o qual versa sobre a suspensão, cancelamento e conversão de registro de companhia securitizadora, em que se tem a previsão de interposição de razões recursais ante a decisão da área técnica da CVM sobre a abertura de procedimento de cancelamento do registro da companhia securitizadora, cita que os §§ 1º e 2º do art. 13 não tratam das regras aplicadas ao processamento das razões recursais.

Desse modo, sugere a menção expressa a Deliberação CVM 463, de 2003, já com as alterações introduzidas pelas Deliberações 510, de 2006, e 819, de 2019, a fim de refutar qualquer divergência sobre o procedimento recursal.

A proposta não foi acatada, pois as remissões foram consideradas redundantes. Note-se que esse tipo de remissão não é efetuado em outros normativos da CVM, como, por exemplo, nos §§ 1º e 2º do art. 11 da Resolução CVM nº 21, de 25 de fevereiro de 2021 ("Resolução CVM 21"), sendo certo, contudo, que aos recursos aplicam-se suas regras específicas.

3.10 Uso das expressões "termo de securitização" e "certificados" (art. 17, incisos III e VI)

Coelho Advogados sugere trocar a expressão "termo de securitização" por "instrumento de emissão dos valores mobiliários de sua emissão" no inciso III, pois as obrigações as quais a companhia securitizadora deve observar não estão restritas ao termo de securitização, uma vez que a companhia securitizadora pode emitir outros valores mobiliários, como debêntures, por exemplo. Na mesma linha, sugere alteração no inciso VI, em que propõe a troca de "certificados" por "valores mobiliários".

As sugestões foram acatadas, com ajustes, utilizando-se a expressão "instrumento de emissão" para abarcar tanto o termo de securitização quanto outros instrumentos de emissão de títulos de securitização, consoante novo inciso VI do art. 2º da Resolução.

Já no que se refere à sugestão ao inciso VI da Minuta, foi utilizada a expressão "títulos de securitização", conforme nova definição dada no novo inciso XI do art. 2º (ver item 3.2.5 deste Relatório), que contempla tanto os certificados quanto outros valores mobiliários que podem ser utilizados em operações de securitização, como debêntures.

3.11 Inclusão de obrigações para a companhia securitizadora (art. 17, novos incisos)

ANBIMA requer a inclusão de obrigação para que as companhias securitizadoras mantenham sua base de informações atualizada, bem como que os escrituradores forneçam as informações acerca dos investidores que lhes forem solicitadas, em consonância com as disposições da Instrução CVM 583.

Pentágono pondera que os documentos de cada operação costumam prever prazos específicos, assim como a forma com que os documentos são encaminhados e apresentados à companhia securitizadora. Desse modo, sugere que seja incluída no art. 17, IV, referência a que as formas e prazos aludidos observem também os respectivos documentos de cada emissão, como medida para trazer maior proteção aos investidores.

Ademais, propõe a inclusão no art. 17 da Minuta do dever de as companhias securitizadoras colaborarem com o agente fiduciário, por meio da entrega dos documentos por este razoavelmente solicitados, em atenção ao art. 11, XXII e XXIII, da Instrução CVM 583, uma vez que os agentes fiduciários encontram dificuldade com relação à concretude de referidos dispositivos, ante a falta de indicação de condutas mínimas de procedimentos a serem observadas pelas companhias securitizadoras.

Por fim, tendo em vista o Ofício-Circular 1/2020-CVM/SRE, Pentágono sugere a inclusão de obrigação às companhias securitizadoras de fornecerem as informações solicitadas pelo agente fiduciário com relação à destinação de recursos, pois, sem isso, torna-se inviável o cumprimento dessa obrigação pelos agentes fiduciários.

A proposta da ANBIMA não foi acatada, posto que a Resolução CVM nº 17, de 9 de fevereiro de 2021 ("Resolução CVM 17"), que dispõe sobre o exercício da função de agente fiduciário, já lida adequadamente com as preocupações trazidas pela associação.

Foi acatada sugestão da Pentágono no sentido de que os prazos e formas previstos no inciso IV abarquem também os instrumentos de emissão. Adotada, ainda, a sugestão de inclusão de novo inciso ao art. 17, no sentido de que as companhias securitizadoras devam cooperar e prestar informações ao agente fiduciário que lhe permitam o exercício de suas funções. Optou-se, porém, por uma redação mais genérica, que baliza a obrigação pela regulamentação específica e pelos termos do instrumento de emissão.

Por fim, foram acrescidos dois novos incisos ao art. 17. O primeiro dispõe que a companhia securitizadora deva zelar pela existência e a integridade dos ativos e instrumentos que compõem o patrimônio separado, inclusive quando custodiados, depositados ou registrados por terceiros. Já o segundo dispositivo prevê que a companhia securitizadora deve verificar a situação fiscal dos devedores que representem parcela igual ou superior a 20% (vinte por cento) do valor total do lastro, quando de sua aquisição.

3.12 Vedações (art. 18)

3.12.1 Aquisição de direitos creditórios de partes relacionadas (art. 18, I)

ABCD/ABIPAG sugerem excluir a vedação da aquisição de direitos creditórios originados por correspondentes bancários, instituições de pagamento, instituidoras de arranjo de pagamento e sociedades de fomento mercantil que sejam partes relacionadas da securitizadora, contribuindo com a liquidez das empresas que atuam no mercado de crédito. Apresentam argumentação para demonstrar que acessar este mercado é importante para as instituições de pagamento ou instituidoras de arranjos de pagamento, que muitas vezes realizam antecipações de seus recebíveis por meio de securitizações.

As associações comentam, ainda, que o termo “originado” presente no art. 18, inciso I, não se reveste de significado próprio na linguagem financeira ou jurídica. Constitui-se de sentido amplo, não específico, subjetivo e genérico, trazendo insegurança para as operações de securitização. Alegam que o dispositivo poderia ser interpretado como uma vedação à possibilidade de as companhias securitizadoras realizarem estruturas com recompra de créditos entre diferentes emissões por elas realizadas, seja para (i) “**warehousing**” ou; (ii) créditos não-performados. Desse modo, propõem a retirada do termo “originado”, mantendo-se somente o termo “emitidos”, próprio da linguagem jurídica.

ABSia entende que a redação proposta no art. 18, I, poderia ser alterada para elidir quaisquer dúvidas decorrentes dos conceitos de emissão ou originação “indiretas” de títulos de dívida ou direitos creditórios, respectivamente, uma vez que o potencial conflito ocorre nos casos de originação realizada

diretamente por parte relacionada. Adicionalmente, em linha com uma das propostas da ABCD/ABIPAG, ABSia ressalta que a vedação proposta na Minuta poderia ser flexibilizada, em especial relativamente aos fundos de investimento ou demais alternativas de **warehouse** de recebíveis constituídas pela securitizadora ou por seu grupo econômico, sem que houvesse prejuízo para o investidor ou para o mercado em geral, desde que observadas as precauções informacionais acerca da existência de potencial conflito de interesse. ABSia acredita que a solução proposta sopesa de modo adequado a proteção ao investidor e ao mercado de capitais em geral, sem inviabilizar as operações.

Relativamente à adequada informação acerca da existência de potencial conflito de interesse na operação de securitização, ABSia sugere que sejam destacados no instrumento de emissão os fatores de risco adicionais a que os investidores estão sujeitos, bem como quais são as medidas adotadas pela companhia securitizadora para prevenir sua materialização.

ANBIMA também comenta que o desenvolvimento do mercado de securitização de recebíveis pode ser amplamente beneficiado pelo aumento da prática de **warehousing** de direitos creditórios. Assim, sugere proporcionar a realização desse tipo de transação exclusivamente ao investidor profissional, desde que tomadas algumas medidas adicionais.

Pátria Investimentos faz sugestão no mesmo sentido, de permitir o "originar-para-distribuir" nas ofertas destinadas exclusivamente a investidores profissionais.

VBSO opina que a solução adotada pela CVM é drástica, no sentido de impedir qualquer estrutura em que haja o potencial conflito de interesses entre cedente e securitizadora, de um lado, e investidor, de outro. Embora reconheça a existência de potenciais conflitos de interesse nesse tipo de estrutura, entende que a adoção de algumas precauções pode ser suficiente para mitigar o risco para os investidores.

Como alternativa, VBSO sugere que a restrição se aplique, de modo objetivo, à aquisição de direitos creditórios de que o cedente ou o credor original sejam partes relacionadas à companhia securitizadora, eliminando qualquer análise subjetiva ou dificuldade interpretativa relativa à avaliação do que seja uma originação indireta de direito creditório, assim como de títulos de dívida emitidos por tais partes relacionadas, sem menção a circunstâncias "diretas ou indiretas".

Eco Securitizadora requer que se permita que os ativos originados, direta ou indiretamente, por uma empresa do grupo da securitizadora sejam adquiridos pela securitizadora para fins de compor lastro de operação de securitização. A proponente destaca que é possível que empresas do mesmo grupo

participem da originação de direitos creditórios, em razão de contatos comerciais com potenciais devedores do lastro. Nesse sentido, a atuação de originação não deveria criar qualquer tipo de conflito de interesse ou ser vedada, uma vez que apenas favorece a maior ampliação e capilaridade dos títulos de securitização.

SEFAZ-SP comenta que a consolidação da Companhia Paulista de Securitização (CPSEC), como veículo securitizador do Estado, é importante instrumento de monetização de ativos do Estado para fomento de investimentos públicos. Isto posto, faz sugestão de inclusão de nova exceção às vedações trazidas pelo art. 18, desde que garantido aspectos de governança, sugerindo a inclusão de nova alínea "c" ao inciso I: "*quando as partes relacionadas forem entes federados ou entidades por estes controladas, e não sejam os entes ou as entidades os devedores dos direitos creditórios.*".

Note-se que, em mais de uma passagem, é utilizado o argumento da importância do mercado de capitais para as **fintechs** e outros agentes do mercado de crédito, ao mesmo tempo em que regulações típicas do mercado de capitais, destinadas à proteção do investidor e a uma formação de preços mais eficiente, são apontadas como desnecessárias ou mesmo como equivocadas quando aplicáveis a esses agentes em específico. Isto posto, parece oportuno destacar que o objetivo da CVM é dotar todo o mercado de crédito de uma fonte de captação de recursos no mercado de capitais, fazendo-o de modo sustentável, e isso, naturalmente, implica em custos de observância regulatória.

Todavia, esses custos de observância serão impostos somente aos agentes que, voluntariamente, se registrarem como companhias securitizadoras na CVM, nada existindo de oponível a uma série de **fintechs** que atuam no mercado de crédito por meio de outras estruturas jurídicas.

Por outro lado, o regulador tem o dever-poder de atuar, de modo pleno e dentro de sua rotina de supervisão baseada em risco, com relação àquelas **fintechs** que se registrem como companhias S1 ou S2.

Quanto às contribuições dos participantes, a redação do inciso I do art. 18 foi alterada, de modo que a vedação lá tratada não extrapole o intuito do dispositivo de mitigar hipóteses de conflito de interesses cuja materialização, ainda que potencial, é considerada inaceitável, o que não é o caso, por si só, do **warehousing** e da gestão da inadimplência da carteira de recebíveis. No mesmo sentido, essas possibilidades não devem ser entendidas como oportunidades para que conflitos de interesses possam se materializar.

ABSia, ANBIMA, Eco Securitizadora, Pátria Investimentos e VBSO fizeram considerações e sugestões, inclusive redacionais, que, em última análise, lidam com a operação comumente denominada "originar-para-distribuir", na qual, em breve resumo, os direitos creditórios são originados com propósito de venda, de modo que integram somente de modo transitório o patrimônio do originador – uma operação conveniente para quem possui expertise em operações de crédito, mas não possui capital para atender aos requisitos impostos a uma instituição financeira. Tal estrutura origina muitas hipóteses de conflitos de interesses e a proposta inicial de fato lidava com a matéria por meio de uma vedação.

Todavia, tendo em conta o desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro, o que inclui a maturação da indústria local de securitização, a CVM considerou oportuno atender às sugestões recebidas na audiência e, assim, flexibilizar essa restrição, que hoje é imposta nos termos do art. 16-A, I, da Instrução CVM 414 e do art. 17, I, da Instrução CVM 600.

Entretanto, de modo alinhado ao movimento proposto para os FIDC no âmbito da Audiência Pública SDM 08/20, a CVM considera que esse primeiro movimento de flexibilização, que tende a favorecer o desenvolvimento das melhores práticas pelo mercado, deve, inicialmente, ficar restrito a hipóteses expressamente delimitadas, conforme previstas nas alíneas do inciso I do art. 18 da Resolução.

A sugestão da SEFAZ-SP não foi acatada, para que as emissões não pudessem atingir investidores de varejo dentre as exceções à regra geral de que trata o inciso I. É importante avaliar a aderência do público em geral aos riscos extraordinários decorrentes das operações de securitização que envolvem entes federativos, e isso poderá ser feito no âmbito da agenda regulatória de 2022, que prevê uma audiência pública destinada à debater proibições de produtos ao público em geral.

3.12.2 Garantias (art. 18, II)

ANBIMA comenta que podem existir circunstâncias em que seja benéfico ao investidor que a companhia securitizadora utilize bens do patrimônio separado para prestação de garantias em transações voltadas ao benefício do próprio patrimônio separado. Como exemplo, menciona a possibilidade de não haver recursos líquidos disponíveis no patrimônio separado para excussão de garantias, e a utilização de bens imóveis que integrem o referido patrimônio separado como garantia real (por exemplo, como hipoteca de segundo grau) pode ser útil para captar recursos para o próprio patrimônio que possibilite a excussão das garantias em questão.

Já Coelho Advogados sugere possibilitar a outorga de garantias sobre os bens ou direitos vinculados a determinado patrimônio separado mediante deliberação em assembleia especial de investidores.

Província indaga se o inciso II tem por objetivo vedar o compartilhamento de garantias, ou se cabe ajustar a redação do citado inciso para conciliar com o disposto no art. 14 da Medida Provisória 992, de 2020, o qual, ao inserir nova redação ao art. 9º-A, da Lei nº 13.476, de 2017 ("Lei 13.476"), permite a contratação de novas operações de crédito com o mesmo bem imóvel, desde que contratadas com o credor fiduciário da operação de crédito original.

A vedação em tela tem como objetivo não permitir a utilização dos bens e direitos vinculados a um patrimônio separado como garantia de obrigações da companhia securitizadora, de terceiros ou de outros patrimônios separados. Ademais, tendo em vista que a redação vigente nas Instruções CVM 414 e 600 não despertaram dúvidas sobre o alcance do dispositivo, a CVM entende que não seja necessária alterar a redação da Minuta. Da mesma forma, não foi acatada a sugestão de Coelho Advogados.

No que se refere ao art. 9º-A da Lei 13.476, cabe mencionar que o dispositivo teve sua vigência encerrada em 12 de novembro de 2020, consoante ato declaratório do Presidente da Mesa do Congresso Nacional 144, de 2020.

3.12.3 Recebimento de recursos em conta não vinculada (art. 18, inciso III)

ABSia sugere a exclusão do trecho "*que conte com instituição de regime fiduciário*" do final do texto do inciso III. Já Coelho Advogados recomenda mudança na redação do inciso III que possibilite o recebimento de recursos em conta diversa do patrimônio separado, desde que assim previsto nos documentos da oferta e indicado dentre os fatores de risco.

Pentágono comenta que, atualmente, é muito comum que, em operações pulverizadas, os recursos sejam primeiramente recebidos em uma conta arrecadadora, e então transferidos dessa conta arrecadadora para a conta vinculada (conta centralizadora), havendo obrigação da companhia securitizadora nesse sentido. Isso também ocorre quando há previsão de conta **escrow**, hipótese prevista no art. 28, § 1°, da Minuta. Sugere, assim, que a vedação seja a de receber ou manter os recursos de forma distinta daquela prevista nos documentos da emissão.

A exclusão sugerida por ABSia foi acatada, porque mesmo para as operações de securitização sem instituição de regime fiduciário, em que naturalmente se infere que a conta será de titularidade da sociedade de propósito específico, que tem CNPJ próprio, é importante preservar tal previsão normativa, que confere segurança aos recursos da emissão.

A sugestão de Coelho Advogados não foi integralmente acatada, mas contribuiu para que fosse concedida a flexibilidade sugerida às operações de securitização exclusivamente destinadas a investidores profissionais, nos termos da nova redação do inciso III do art. 18, que remete à hipótese de exceção introduzida pelo § 4º do art. 37. Ainda que, em um primeiro momento, seja uma inovação que alcance somente determinado perfil de investidor, característica essa que não fez parte das manifestações dos participantes, considera-se que os pontos trazidos pelos três participantes de algum modo são enfrentados pela referida alteração no inciso III.

Ressalte-se que essa solução está em linha com a prerrogativa proposta pela CVM para as operações dos FIDC, conforme disposto no art. 55, II, do Anexo Normativo II da Minuta da Audiência Pública SDM 08/20, que prevê que o regulamento de classe de cotas destinada exclusivamente a investidores profissionais pode prever que os recursos financeiros sejam recebidos em conta do cedente, para posterior repasse ao fundo.

Em relação à sugestão da Pentágono, esclarece-se que nada obsta a utilização de uma "conta arrecadadora"; o que não se permite, como regra geral, é que os recursos oriundos da liquidação financeira dos direitos creditórios transitem livremente pelo patrimônio de terceiros. Note-se que essa possibilidade atrai para a operação o risco de crédito de todo agente por cujo patrimônio os recursos transitarem, pelo que foi aceita apenas quando oposta a investidores profissionais, sem prejuízo de uma flexibilização futura em função do desenvolvimento do mercado.

3.12.4 Adiantamento de rendas futuras (art. 18, IV)

ANBIMA sugere ajuste redacional no inciso IV do art. 18, para deixar claro que não existe vedação ao pagamento de amortizações antecipadas ou resgates antecipados com recursos dos patrimônios separados, mas mantendo vedação a que a securitizadora realize antecipações de pagamento aos investidores.

Província comenta que em algumas situações acelerar o pagamento das rendas futuras são mecanismo que visam proteger o investidor de eventual **default**, e cita dois exemplos: (a) **triggers** de

inadimplência dos direitos creditórios que façam com que os CRI sênior passem a receber todos os recursos dos direitos creditórios em detrimento dos CRI subordinados; e (b) ocorrendo amortizações antecipadas do lastro, a manutenção das despesas dos CRIs acabam por consumir a remuneração do papel, cabendo assim resgatar o restante do papel. Por decorrência, sugere a seguinte alteração ao inciso IV: "*adiantar rendas futuras aos investidores, exceto se estiver disposto no termo de securitização, ou aprovado em assembleia dos detentores dos CRIs*".

Pentágono argumenta ser comum a hipótese, nos termos de securitização, de previsão de que a companhia securitizadora possa resgatar antecipadamente ou amortizar extraordinariamente os títulos. A participante entende que a vedação prevista no art. 18, IV, da Minuta não abarcaria as situações de resgate antecipado ou amortização extraordinária, quando previstos no termo de securitização, mas sugere que tais exclusões sejam expressamente previstas no texto do inciso IV da seguinte forma: "*adiantar rendas futuras aos investidores, ressalvada a possibilidade de resgate antecipado, amortização extraordinária, ou outra forma de quitação adiantada, quando prevista no termo de securitização*".

Quanto às sugestões de ANBIMA, Província e Pentágono, a CVM esclarece que amortizações e resgates antecipados não representam formas de adiantamento de rendas futuras para fins do citado dispositivo. O que resta vedado é a companhia securitizadora efetuar operações que, de qualquer modo, emulem empréstimos ou financiamentos aos investidores.

Não obstante, a redação foi aprimorada para esclarecer esse ponto, de forma a contemplar as sugestões recebidas, mas somente em casos em que se faça cabível tal adiantamento, e desde que previsto no instrumento de emissão ou aprovado em assembleia especial de investidores.

3.12.5 Aplicação no exterior (art. 18, V)

Eco Securitizadora ressalta que o art. 18, inciso V, estabelece que a companhia securitizadora não pode aplicar no exterior os recursos captados com a emissão e lembra que a Lei nº 13.986, de 2020, ("Lei do Agro" ou "Lei 13.986"), ao alterar a redação da Lei nº 11.076, de 2004 ("Lei 11.076"), passou a permitir a emissão de CRA em moeda estrangeira ou emitido no exterior (art. 37, §§ 3º e 5º).

Nesse sentido, a Eco Securitizadora sugere que investimentos no exterior sejam autorizados caso o CRA seja denominado em moeda estrangeira ou distribuído no exterior, de modo que a emissora mitigue risco de descasamento de moedas entre lastro e valores depositados no patrimônio separado e investidos, sugerindo uma redação para o inciso V.

Inicialmente, cabe esclarecer que a distribuição de valores mobiliários em mercados estrangeiros é matéria primordialmente disciplinada pelas regras da jurisdição na qual a distribuição de ativos seja efetuada. Como títulos de securitização não são exceção, essa matéria não demanda tratamento na presente regra.

No que se refere à existência de CRA com cláusula de variação cambial, o instrumento se destina a aumentar a atratividade do ativo local para os investidores estrangeiros, o que não guarda relação com a aquisição de direitos creditórios no exterior. Sob a perspectiva de que a aquisição de ativos no exterior seria compatível, a título de **hedge**, com a emissão de passivos com remuneração cambial, é pertinente mencionar que o mercado de derivativos brasileiro apresenta soluções adequadas para proteção patrimonial.

Diante do acima exposto e do fato de que o produto goza de benefício tributário para fomentar o desenvolvimento do agronegócio no País, a solução não foi acatada.

3.12.6 Possibilidade de integralização a prazo e chamadas de capital (art. 18, VI)

ANBIMA sugere que seja permitida a integralização a prazo e previsão de chamadas de capital. Esse tipo de estrutura é comumente utilizado em operações de securitização em que o desembolso dos recursos para o cedente obedece a eventos específicos – por exemplo, o avanço de uma obra ou a performance de suas obrigações nas relações jurídicas que dão origem aos direitos creditórios, como entregas de produtos agrícolas aos respectivos compradores.

Nessas situações, é desejável que se estabeleça o vínculo obrigacional com o investidor, por meio da assinatura do respectivo boletim de subscrição; contudo, a integralização do valor total do investimento à vista, nos cenários acima relatados, pode gerar riscos adicionais aos próprios investidores, decorrente da alocação dos recursos pelas securitizadora em ativos que podem não gerar o mesmo nível de remuneração esperado para os títulos de securitização. Assim, propõe a exclusão da vedação de receber a prazo os recursos e as emissões de certificados, prevista no inciso VI do art. 18, ressaltando, ainda, que o pleito abarca somente a integralização com a entrega do ativo também a prazo, de modo que não abrange a integralização a prazo em que o ativo é recebido antes de sua integralização.

ISEC, no mesmo sentido, pondera que não há qualquer vedação deste recebimento a prazo na Lei 9.514, que criou o CRI; e nem na Lei 11.076, que criou o CRA, e cita que, em algumas operações de CRA,

a integralização por parte dos investidores é feita em fases, permitindo a subscrição total de unidades de uma emissão, mas a sua integralização depende de nova aquisição de créditos do agronegócio.

Outro exemplo importante de mencionar, segundo a ISEC, é o caso de operações de securitização imobiliária em fase de obra. Nesses casos, muitas vezes um ou mais investidores subscrevem a totalidade de CRI, mas integralizam à medida que o avanço da obra ocorre, ou seja, à medida que o incorporador avança com a obra, ele recebe parte do preço da cessão.

Província, na mesma linha, requer esclarecer se a vedação do inciso VI abrange a situação em que o mesmo investidor subscreve quantidades mensais de CRI, situação que ocorre principalmente se há desembolsos dos direitos creditórios condicionados a determinadas metas, tais como: evolução de obras, registros, reforço de garantias, entre as situações em que as integralizações são parciais.

Coelho Advogados, por sua vez, requer alteração do inciso VI de forma a deixar a redação mais precisa, na medida em que os recursos são recebidos por meio das integralizações dos valores mobiliários, da seguinte forma: "*receber a prazo os recursos das ~~emissões~~ integralizações de ~~certificados~~ valores mobiliários de sua emissão;*".

A possibilidade de trabalhar com chamadas de capital pode conferir maior eficiência à gestão dos recursos dos investidores em determinadas operações, sendo amplamente utilizada por FII e FIP como forma de alinhar temporalmente os desembolsos dos cotistas desses fundos aos investimentos dos fundos – não faz sentido que o gestor de carteira imobiliária ou de participações receba recursos dos investidores para fazer gestão de caixa.

Ademais, na Minuta de Audiência Pública SDM 08/20, sobre fundos de investimento, em análise, a CVM propôs que a ferramenta passe a ser oponível às classes fechadas de todas as categorias de fundos, desde que não destinadas ao público em geral.

Desse modo, a CVM acatou a sugestão de exclusão da vedação constante do inciso VI do art. 18 da Minuta, de forma que o capital dos investidores possa ser chamado pela companhia securitizadora de acordo com prazos, processos decisórios e demais procedimentos estabelecidos no documento de subscrição e integralização de ativos, nos termos do § 2º do art. 18 da Resolução.

3.12.7 Negligência por parte das companhias securitizadoras (art. 18, inciso VIII)

ABECIP entende que é importante considerar que as ações da companhia securitizadora para a defesa do patrimônio separado exigem o direcionamento dos titulares dos valores mobiliários a respeito

da situação apresentada e, nessa linha, a assembleia convocada para a deliberação dos investidores sobre as providências que devem ser tomadas pela securitizadora diante de alguma intercorrência pode não alcançar quórum de instalação ou deliberação.

Outra questão que deve ser avaliada, na visão do proponente, é se há recursos suficientes na emissão que comportem eventuais providências da securitizadora para proteção imediata dos investidores, uma vez que quaisquer ações demandam custo, e a companhia securitizadora não pode ser obrigada a utilizar patrimônio próprio para a defesa dos interesses dos investidores, que podem vir a não reembolsar a securitizadora das despesas havidas.

As preocupações expressas nos casos citados pela ABECIP são alguns exemplos de inúmeras situações concretas que, ao ocorrerem, devem ser analisadas a partir da vedação mais conceitual, conforme disposta no referido inciso VIII (atual inciso VII). Assim, não foi acatada a sugestão de tentar contemplar, no próprio dispositivo, quais práticas seriam consideradas como negligência, pois tal tentativa está fadada a se mostrar incompleta.

3.12.8 Escopo de atuação da companhia securitizadora na gestão dos patrimônios separados (art. 18, novo parágrafo)

ANBIMA requer a inclusão de parágrafo no art. 18 com a finalidade de esclarecer o escopo de atuação da companhia securitizadora na gestão dos patrimônios separados, deixando claro que é atribuição desta atuar, de modo ativo, para a realização dos ativos dos patrimônios separados. Desse modo, sugere redação para deixar claro que a securitizadora pode adotar diversas providências, sem necessidade de aprovações prévias pelos agentes fiduciários das emissões ou investidores, e desde que observadas as disposições que constem no termo de securitização.

A CVM entende que o parágrafo único sugerido não é oportuno, por redundante, dado que o art. 35, § 2º, inciso VIII, e os novos §§ 4º a 6º inseridos no mesmo artigo tratam de modo satisfatório os assuntos trazidos na proposta feita pela ANBIMA. Desse modo, a sugestão não foi acatada.

3.13 Controles internos (art. 19)

ABCD/ABIPAG sugerem atribuir expressamente a responsabilidade de certas atividades reguladas associadas à distribuição pública aos agentes diretamente relacionados a ela. Dessa forma, evita-se que a

responsabilidade recaia em um único agente, permitindo múltiplas proteções conforme a existência de diversos agentes que participam do processo de securitização.

As obrigações previstas no art. 19 da Minuta não têm o condão de afastar as obrigações e responsabilidades dispostas em regulamentação específica oponíveis aos distribuidores ou quaisquer outros participantes do mercado de valores mobiliários, nessa qualidade, quando contratados pela companhia securitizadora. Ou seja, a contratação não afasta as responsabilidades administrativas dos contratados ou contratantes junto à CVM, incluindo também o cumprimento das rotinas de PLD/FTP e de **suitability**. Dessa forma, a sugestão não foi acatada.

3.14 Planos de contingência (art. 20)

B3 propõe acrescentar um novo inciso ao art. 20, para determinar expressamente a necessidade de se implantar e manter planos de contingência e continuidade de negócios.

A sugestão foi acatada e refletida na versão final da Resolução.

3.15 Publicidade do relatório anual (art. 21)

Uqbar solicita que o relatório de que trata o art. 21 seja tornado público por meio do sistema Empresas.NET.

O referido relatório é similar a outros documentos exigidos pela regulamentação da CVM, tendo como destinatários a administração da própria organização, neste caso, a companhia securitizadora. Usualmente, documentos dessa natureza ficam à disposição da CVM, mas, note-se, sequer se trata de informação de envio periódico à Autarquia. Isto posto, a publicidade do relatório em tela não deve diferir daquela requerida dos relatórios similares previstos em outros normativos. Portanto, a sugestão não foi acolhida.

3.16 Receitas financeiras (art. 22)

ABSia entende que a companhia securitizadora, tendo ou não instituído o regime fiduciário sobre um determinado conjunto de créditos imobiliários ou de direitos creditórios do agronegócio e suas demais garantias, tem como obrigação para com os investidores, exclusivamente, o pagamento do valor de face do título e de sua remuneração exatamente conforme as características que sejam delimitadas no respectivo instrumento de emissão, não cabendo ordinariamente aos investidores outros pagamentos

que não tenham sido expressamente previstos no mencionado documento ou garantias que não vierem a ser destacadas no termo de securitização que der origem a emissão.

ABSia opina que a redação do art. 22 deveria ser alterada para melhor refletir as disposições da Lei 9.514 e a natureza dos títulos emitidos pelas companhias securitizadoras, de forma a abranger a operacionalização e a periodicidade da reversão do interesse residual da companhia securitizadora sobre os ativos excedentes do patrimônio separado, que constitui o eventual interesse residual da companhia em relação ao lastro de suas emissões.

A participante relata que a Lei 9.514, que instituiu a securitização de créditos imobiliários, define em seu art. 10 que, destacados os elementos de que trata o art. 8º, somente são afetados pelo regime fiduciário os bens e direitos que o termo de securitização assim discriminar. Conclui, portanto, que a Lei 9.514 já permite a eventual transferência periódica de recursos decorrentes do pagamento de recebíveis integrantes do patrimônio separado que excedam o valor referente aos juros remuneratórios e ao pagamento de amortização devidos aos titulares dos CRI ou CRA no período, sendo desnecessária qualquer menção adicional no termo de securitização.

A transferência destes recursos, segundo a ABSia, constitui uma mera operação de caixa, pela qual a companhia securitizadora debita do patrimônio separado aquilo que já não está vinculado expressamente ao regime fiduciário respectivo e não foi, portanto, utilizado para o pagamento periódico dos títulos emitidos (CRI ou CRA).

A proponente menciona que considerando o que está descrito no Ofício-Circular 2/2019/CVM/SIN/SNC[8], pode-se verificar que não há qualquer conflito entre a titularidade – pela companhia securitizadora – do interesse residual de recursos que sejam originados na realização dos ativos vinculados ao patrimônio separado de uma específica emissão.

Assim sendo, exceto em caso de disposição expressa constante do termo de securitização que elida a possibilidade de existência de interesse residual pela companhia securitizadora nos ativos lastro da emissão – por exemplo, em caso de obrigação de devolução de qualquer direito creditório excedente ou pagamentos correlatos ao cedente ou a titulares de CRI ou CRA a título de prêmio –, o que estaria em

[8] "[...] quaisquer recursos que sejam originados por meio da realização dos ativos inicialmente vinculados a emissão, passam também a compor o patrimônio separado. Como exemplo, podemos citar as aplicações financeiras feitas pela emissora decorrentes do descasamento de prazo entre o recebimento do ativo e o pagamento aos investidores; e os bens recebidos em garantia do inadimplemento dos direitos creditórios, os quais devem ser reconhecidos e apresentados no ativo do respectivo patrimônio separado desde que atendido o disposto no item 3.2.23 do CPC 482".

questão seria apenas o momento ou a periodicidade de alocação dos recursos relativos ao referido interesse residual ao patrimônio comum da companhia securitizadora.

Neste ponto, ABSia destaca que como dito acima, os CRI e CRA são títulos de renda fixa, ou seja, em razão da sua aquisição os investidores receberão uma remuneração pré-definida e que não varia a depender do interesse residual sobre os ativos subjacentes. Assim, entende que qualquer regulamentação que crie uma nova estrutura de garantia na emissão, que não esteja previamente definida no termo de securitização, está em desacordo com o disposto na Lei 9.514.

Dessa forma, sugere alteração na redação do art. 22 da Minuta como segue:

"*Art. 22. Os recursos financeiros decorrentes dos direitos creditórios de que trata a alínea "c" do inciso VII do art. 2º, bem como qualquer outro interesse residual que seja originado por meio da realização dos ativos vinculados a uma operação de securitização, serão incorporados ao patrimônio geral da companhia securitizadora ~~podem, desde que previsto no termo de securitização, ser apropriados pela companhia securitizadora~~ ,mediante evidenciação da ~~natureza de tal remuneração~~ da transferência dos recursos nas demonstrações financeiras da securitizadora e do patrimônio separado, acompanhando a periodicidade mensal do fechamento contábil do patrimônio separado.*

*Parágrafo único. ~~A apropriação de que trata o **caput** não deve~~ A transferência de recursos de titularidade da companhia securitizadora de que trata o **caput** não deve ultrapassar o interesse residual da companhia securitizadora, de forma a não colocar em risco o pagamento, aos investidores, da remuneração prevista no termo de securitização*".

Cascione Advogados comenta que, diferentemente da estrutura de um fundo de investimento, na qual todos os recursos financeiros pertencem necessariamente aos cotistas respectivos, apenas aqueles ativos expressamente definidos no termo de securitização devem fazer parte do patrimônio separado. Em outras palavras, tudo o que não for expressamente designado como sendo parte do patrimônio separado, deve ser entendido como pertencente ao patrimônio próprio da securitizadora. A obrigação da securitizadora, nesse sentido, é realizar o pagamento da remuneração e do principal dos certificados conforme consignado no respectivo termo de securitização.

Assim, prossegue, deve ser automaticamente permitida à securitizadora a reversão em seu próprio favor dos recursos financeiros oriundos da realização de investimentos com o caixa disponível no patrimônio separado, a não ser que exista disposição em sentido contrário no termo de securitização. Adicionalmente, uma vez que tal permissivo constará na regulamentação aplicável, nos termos do art. 22

da Minuta, é possível depreender que os investidores, devidamente assessorados, já terão ciência a respeito da possibilidade de reversão de tais recursos financeiros a favor da securitizadora, e não do patrimônio separado.

Coelho Advogados aventa nova redação para o parágrafo único do art. 22, buscando resguardar o ato jurídico perfeito e o direito adquirido, de forma a não causar insegurança jurídica nos atos jurídicos praticados antes da vigência da Minuta em discussão. Ademais, alega que a vinculação dos direitos creditórios como lastro de determinada operação de securitização deve respeitar o previsto no respectivo termo de securitização, que pode estabelecer regramento diverso do proposto pela CVM em referido parágrafo.

Eco Securitizadora entende que qualquer valor residual é, por essência, da securitizadora, salvo se o termo de securitização dispuser o contrário. Nesse sentido, a Lei 9.514, em seu art. 11, inciso VI, determina que a realização dos direitos dos beneficiários limitar-se-á aos créditos imobiliários integrantes do patrimônio separado e o art. 16, § 2º, esclarece que, uma vez satisfeitos os créditos dos beneficiários, importará na reintegração ao patrimônio comum da companhia securitizadora dos recebíveis imobiliários que sobejarem.

ISEC comenta que a redação proposta no art. 22, parágrafo único (e também no art. 2º, VII), carece de uma definição e diferenciação entre os valores dos créditos imobiliários efetivamente incorporados ao patrimônio separado, na declaração do regime fiduciário previsto no termo de securitização e os recursos decorrentes do benefício econômico obtido com a gestão financeira dos valores recebidos em determinado período de tempo, antes do pagamento previsto de amortização ou juros dos Certificados.

ISEC entende, ainda, que os referidos recursos não deveriam ser objeto de regulamentação pela Autarquia, mas se tal regramento for entendido como necessário pela CVM, sugere que se estabeleça na Resolução que esse novo regramento só poderá valer para as novas operações contratadas a partir da publicação da norma e não para as emissões já realizadas.

Pentágono propõe o acréscimo da expressão “Após a quitação do título emitido,” no início do **caput** do art. 22. Pondera que o art. 2°, VII, “c”, da Minuta prevê “a constituição de patrimônio separado, integrado, pela totalidade dos direitos creditórios submetidos ao regime fiduciário que lastreiem a emissão, assim como os recursos financeiros deles decorrentes”. Os “recursos financeiros” decorrentes dos direitos creditórios poderiam, nesse caso, ser entendidos justamente como o valor pago pelo devedor

da relação creditícia, ou seja, os recursos provenientes do adimplemento da obrigação principal, que constituem o lastro dos direitos creditórios.

Nesse sentido, ainda que o parágrafo único do art. 22 da Minuta estabeleça que "a apropriação de que trata o **caput** não deve colocar em risco o pagamento, aos investidores, da remuneração prevista no termo de securitização", sugere esclarecer que tal previsão somente é válida quando da quitação do título emitido.

Uqbar, a respeito da apropriação dos recursos pela companhia securitizadora, entende que o parágrafo único do art. 22, à luz do art. 17 da Minuta, acaba por se tornar supérfluo. Não colocar em risco o pagamento dos investidores é algo que se depreende, diretamente, do art. 17. Por outro lado, dada a elasticidade do conceito de risco, a existência do parágrafo em questão acaba por adicionar uma camada de incerteza ao próprio mecanismo que o art. 22 pretende estabelecer e, desse modo, sugere a retirada desse parágrafo único do art. 22.

Considerando o propósito de estabelecer uma regra geral para todo o mercado de securitização, a CVM concluiu que a proposta de flexibilidade para a gestão dos rendimentos financeiros lida adequadamente com a matéria, ao tratá-la como uma questão mercadológica, a ser disciplinada no instrumento de emissão (e, assim, aceita ou rejeitada pelos investidores).

Não obstante, a CVM aproveitou parte das sugestões recebidas para aperfeiçoar a redação do art. 22, a fim de conferir maior clareza aos usuários da norma, o que incluiu a elisão do parágrafo único do referido artigo. Como resultado, o dispositivo passa a utilizar uma terminologia mais adequada - "reconhecimento" - e que deixa mais claro que o foco está na questão informacional: as notas explicativas das demonstrações financeiras da companhia securitizadora devem deixar clara a origem dos rendimentos.

Com relação à aplicabilidade do dispositivo, destaque-se que, a partir das manifestações de Coelho Advogados, Eco Securitizadora e ISEC, foi acrescentado dispositivo transitório (art. 62), prevendo que as operações de securitização iniciadas antes da vigência da Resolução podem continuar a ser conduzidas de acordo com a rotina ordinária atualmente adotada, sem que seja necessário aditar o instrumento de emissão ou tomar qualquer outra providência por exigência da regulamentação.

Por fim, em atenção à manifestação da Pentágono, a regulamentação não está criando parâmetros objetivos para a apropriação dos recursos financeiros por parte da companhia

securitizadora por entender que existem muitas estruturas diferentes possíveis, não cabendo à regulamentação de antemão limitar as alternativas existentes.

Todavia, reconhecendo o mérito da preocupação trazida à luz pelo participante, com base no art. 35 da Resolução, a CVM espera que, independentemente do que dispuser o instrumento de emissão, a gestão dos recursos originados na operação de securitização por parte da companhia securitizadora tenha sempre como foco primário o pagamento integral dos investidores.

3.17 Segregação de atividades e compartilhamento de estruturas por companhias securitizadoras de um mesmo grupo econômico (art. 23)

ANBIMA, em linha com suas sugestões feitas nos arts. 4º e 7º, propõe que seja permitido que companhias securitizadoras que integrem um mesmo grupo econômico possam compartilhar estruturas, sistemas, recursos humanos e outros dispositivos entre si, mantendo a segregação em relação a aspectos em que haja potencial conflito de interesses.

Tal sugestão impediria que se prejudiquem as estruturas das companhias securitizadoras que contem com outras securitizadoras. Ademais, funções tidas como **back office** ou segregadas por definição (por exemplo, **compliance**) poderiam ser compartilhadas, visto que não representam conflito com as atividades de securitização.

Brazilian Securities e Cascione Advogados ponderam que caberia uma complementação, particularizando as atividades a serem segregadas e a identificação de regras aplicáveis, a exemplo do art. 24 da Instrução CVM nº 558, de 26 de março de 2015 (“Instrução CVM 558”), tendo em vista que a segregação de atividades não é um fim em si mesma, mas tem por objeto precípuo evitar o conflito de interesses no mercado de capitais.

Nesse sentido, em linha com o Ofício Circular 12/2018/CVM/SIN, a primeira sugere reconhecer que, em determinadas oportunidades, a segregação completa de certas áreas é inviável como, por exemplo, para áreas administrativas como a de recursos humanos ou de contabilidade, sendo que, em tais casos, deve-se garantir que tais estruturas compartilhadas sejam concebidas e monitoradas de forma que não sirvam de meio indevido para o vazamento de informações ou documentos sensíveis das áreas de administração ou gestão de carteiras para outras da pessoa jurídica e vice-versa. Já a segunda proponente sugere que o art. 23 da Minuta contenha quais são os procedimentos a serem tomados e objetivos a serem atingidos por meio da segregação de atividades.

ISEC, igualmente, requer que alguns parâmetros de segregação de atividades sejam evidenciados na norma, uma vez que esse tipo de exigência nunca foi feito para securitizadoras.

Coelho Advogados, por outro lado, requer que ao final do **caput** do art. 23 se inclua a expressão *"que não exerçam atividades de securitização"*, de forma a estabelecer um nível razoável de segregação das atividades praticadas dentro do grupo econômico das companhias securitizadoras. Nos casos em que diversas pessoas jurídicas do mesmo grupo econômico exerçam a atividade de securitização, a participante alega que a segregação de atividades dentre referidas securitizadoras torna-se inviável.

Província questiona a abrangência desta segregação, pois é comum que os serviços administrativos, tecnologia e recursos humanos sejam geridos por uma empresa do grupo econômico, mesmo que em condições de mercado, ou será possível continuar a utilizar estes serviços.

Eco Securitizadora expõe que a segregação de atividades de que trata o art. 23 deve excetuar empresas do mesmo grupo que prestam serviços compatíveis com a securitização de recebíveis ou, ao menos, que as atividades a serem segregadas sejam determinadas de forma clara e explícita a fim de trazer segurança e evitar que o mercado estabeleça padrões errôneos de segregação. O pedido se justifica, prossegue a participante, pois, na maioria das estruturas das securitizadoras, o "corpo operacional" está alocado em uma empresa do grupo.

Em linha com outros trechos deste relatório que afirmam a aplicabilidade da norma à estrutura administrativa e operacional responsável pela atividade de securitização, seja ela feita por meio de certificados de recebíveis com a instituição de regime fiduciário ou por meio de sociedades de propósito específico, a redação do art. 23 foi aperfeiçoada, de modo a contemplar as situações trazidas pelos participantes.

No que diz respeito às manifestações de Cascione Advogados e ISEC, ambas no sentido de que a regulamentação pode ser mais prescritiva quanto a parâmetros e diretrizes a serem observados na segregação de atividades da companhia securitizadora, ressalte-se que tal detalhamento eventualmente poderá ser realizado pela área técnica, a título de orientação, quando no curso de suas atividades vier a ser possuidora de elementos que justifiquem a ação.

3.18 Contratação de prestadores de serviços (art. 25 – atual art. 33)

Uqbar pondera que, de maneira geral, os prestadores de serviços devem ser contratados para cada uma das operações de securitização, sugerindo alteração: "*A companhia securitizadora deve contratar os seguintes prestadores de serviços para cada uma das suas emissões:* (...)".

ABECIP manifesta que o art. 25 equiparou indevidamente as atividades da securitizadora às do administrador de fundos de investimento, uma vez que é facultado ao administrador do fundo terceirizar as atribuições que lhes competem originalmente, e no caso das operações de securitização não há terceirização, mas sim atividades atribuídas essencial e individualmente aos prestadores de serviços listados no mencionado artigo. Segundo a associação, se a existência desses **players** é inerente à emissão dos CRI e CRA, não faz sentido atribuir à securitizadora sua contratação.

ABECIP prossegue se reportando à vedação de destituição ou substituição dos prestadores de serviços indicados nos incisos do art. 25. Alega que o art. 25 exclui a securitizadora desta mesma vedação e pondera que a securitizadora nada mais é do que uma prestadora de serviços, essencialmente contratada no âmbito de emissões de certificados de recebíveis, uma vez que a própria Lei 9.514, em seu art. 6º, parágrafo único, atribui à companhia securitizadora exclusividade de emissão de CRI. A proponente questiona o que difere a prestação de serviços da securitizadora dos demais **players** e por que a securitizadora está sujeita à destituição ou substituição enquanto os demais **servicers** não estão e alega que não há fundamento jurídico que justifique esta diferenciação.

ABECIP e Pentágono sugerem, ainda, a exclusão da parte final da redação do inciso II do parágrafo único do art. 25, uma vez que não deve caber à companhia securitizadora a decisão de substituição ou destituição de um prestador de serviços sem que os investidores avaliem a situação que leva a destituição ou substituição e definam a respeito da nova contratação, seja inclusive porque esta providência pode vir a impactar financeiramente o orçamento original da emissão.

Inicialmente, vale deixar registrado que a CVM entende que a contratação de prestadores de serviços pela companhia securitizadora usualmente se dá em função das necessidades de cada patrimônio separado. Porém, esse entendimento não invalida a percepção de que, como prática de mercado, tendem a existir sinergias a serem exploradas na contratação do mesmo agente para mais de uma operação, sinergias essas que fariam parte das características da operação de securitização, mas poderiam ser perdidas caso cada patrimônio separado negociasse condições exclusivas.

A sugestão da Uqbar não foi acatada porque a CVM entende que existem diferentes arranjos comerciais possíveis – contratação para um único patrimônio, para alguns patrimônios ou para todos os patrimônios. Além disso, emissões sem patrimônio separado também deverão contar com os serviços previstos na norma.

Quanto ao comentário da ABECIP e Uqbar acerca da determinação de contratação de prestadores de serviços pela companhia securitizadora, cabe esclarecer que os patrimônios separados são patrimônios de afetação, não tendo personalidade jurídica, ou sequer CNPJ. Isto posto, e sem prejuízo do entendimento de que a presença de determinados agentes é inerente às operações de securitização, considera-se adequada a determinação de que a companhia securitizadora seja o agente responsável pela contratação dos prestadores de serviços de que trata o art. 33 da Resolução.

De toda forma, com o intuito de fornecer maior clareza à regulamentação, o **caput** do art. 33 da Resolução foi alterado, para deixar claro que, quando for o caso de instituição de regime fiduciário, a contratação se dá pela companhia securitizadoras "em benefício do patrimônio separado".

Em atenção à manifestação de ABECIP quanto ao inciso II do parágrafo único, considerando que a companhia securitizadora é não somente a administradora do patrimônio separado, mas também a companhia emissora dos títulos de securitização – uma situação **sui generis** –, entende-se que a substituição da companhia possui tratamento adequado nas bem delimitadas hipóteses previstas no atual art. 39. Ressalte-se, por oportuno, que não se vislumbra nenhuma inconsistência, ou confusão, entre os arts. 33, § 2º, II, e 39 da Resolução, haja vista que são papéis diferentes que demandam disciplinas diferentes.

Cabe comentar, porém, que o referido dispositivo não veda por absoluto a substituição dos prestadores de serviços contratados, apenas evita que essa substituição se dê a partir de uma decisão da assembleia especial de investidores. Ainda assim, trata-se de uma regra geral, de forma que, facilitando arranjos diversos, o instrumento de emissão pode prever o contrário, ou mesmo determinada substituição em específico ser casuisticamente negociada entre investidores e companhia securitizadora.

Quanto à sugestão de exclusão da parte final do inciso II do parágrafo único do art. 33 (nova numeração), igualmente sugerida por ABECIP e Pentágono, entende-se que o uso da expressão "comum acordo" já deixa preciso e claro que a companhia securitizadora não pode agir unilateralmente, sem a concordância dos investidores.

Diante de todo o acima exposto, as sugestões dos participantes sobre o inciso II do parágrafo único não foram acatadas, cabendo deixar registrado que o agente fiduciário, por se tratar do representante dos interesses da comunhão de recursos, remanesce passível de substituição por deliberação da assembleia especial de investidores.

Por fim, note-se que a análise acerca da responsabilidade pela contratação de serviços origina outro debate: a quem competem os custos dessa contratação. Nesse sentido, a norma preserva a proposta de que a incidência de encargos seja disciplinada no instrumento de emissão, nos termos do art. 2º, XI, do Suplemento A, de forma a tratar a questão sob uma perspectiva eminentemente mercadológica.

Considerando que atualmente todas as operações de CRI e CRA são realizadas em sistemas de liquidação e custódia eletrônicos, ABSia e Eco Securitizadora sugerem que seja criada uma nova regra de escrituração em conjunto com a B3, de forma a tornar o processo mais eficiente no que tange à disponibilidade informacional acerca da titularidade dos títulos de securitização e ao custo transacional, de modo que não seja necessária a escrituração por meio de um escriturador como nos moldes atuais, já que esse serviço é, na prática, prestado pela B3.

Ademais, a atuação das companhias securitizadoras como escrituradores simplificaria a realização dos procedimentos de **know your client** previstos na regulamentação que dispõe sobre PLD/FTP, uma vez que as companhias securitizadoras teriam o efetivo conhecimento de quem são os investidores e poderiam realizar as atualizações cadastrais necessárias.

ABSia, tal como foi feito por ocasião da edição da Instrução CVM 600, que permitiu à companhia securitizadora atuar na distribuição dos próprios títulos, entende que seria positivo facultar às companhias securitizadoras dispensar a contratação de agente escriturador, dado que agrega um custo substancial com a contratação de um terceiro para execução de uma atividade que, embora importante, pode ser absorvida pela própria companhia. Como pressuposto desta faculdade, pontua a ABSia, as companhias securitizadoras que exercerem as funções de agente escriturador preencheriam os requisitos previstos na regulamentação aplicável.

Já a sugestão da Eco Securitizadora excetua a contratação de escriturador quando os ativos que servem de lastro forem registrados em entidade administradora de mercado organizado ou registradora de créditos autorizada pelo Banco Central do Brasil.

ANBIMA, no mesmo sentido, propõe que o art. 25 traga previsão da possibilidade de que o título de securitização seja escriturado eletronicamente diretamente pela companhia securitizadora. Essa possibilidade está alinhada aos esforços de redução de custos e confere maior celeridade à emissão.

Quanto ao comentário da ABSia e Eco Securitizadora sobre a edição de novo regramento para os escrituradores, em conjunto com a B3, considera-se que tal sugestão foge do escopo da presente audiência.

No que tange às hipóteses de dispensa da contratação de escrituradores, pretendidas por ABSia e Eco Securitizadora, e a sugestão da ANBIMA sobre a possibilidade de a escrituração eletrônica ser feita pela própria companhia securitizadoras, vale comentar que a escrituração de valores mobiliários é um requisito legal, que deve ser satisfeito por instituição financeira, conforme art. 34, § 2º, da Lei nº 6.404, de 1976 (“Lei 6.404”) combinado com o disposto no art. 7º, inciso IV, da Lei 9.514 ou com o disposto no art. 37, § 1º, da Lei 11.076.

Por fim, ressalte-se que a plataforma regulatória atual já é capaz de enfrentar as questões relatadas por ABSia no tocante à precisa identificação de investidores.

Eco Securitizadora entende que deve ser acrescentada ao art. 25 uma exceção expressa sobre a liberalidade de a companhia securitizadora substituir o auditor independente em razão da regra de rodízio dos auditores independentes, dado seu caráter periódico e decorrente de regra editada pela CVM. Além disso, propõe que a Minuta destaque que não há necessidade de aditar o termo de securitização quando houver a mudança do auditor devido ao rodízio.

ISEC comenta que a redação do artigo prevê que os créditos imobiliários podem ser registrados de três formas (em entidade administradora de mercado organizado, em entidade registradora de créditos ou custodiados em entidade de custódia), mas na verdade, além do registro dos créditos imobiliários, para fins de declaração do regime fiduciário, é necessário, no caso de CRI, averbar o termo de securitização na matrícula dos imóveis ou junto ao custodiante das CCI e no caso de CRA, apenas no custodiante dos créditos do agronegócio.

A proponente argumenta que a dispensa da contratação do custodiante dos créditos imobiliários constante do inciso I do art. 25 não seria efetivada, pois as redações da Lei 9.514 e da Lei 10.931 exigem que o termo de securitização, para assegurar a constituição do patrimônio separado, deve ser levado a registro na matrícula dos imóveis competentes ou a registro junto ao custodiante da CCI ou dos

documentos do agronegócio. Ou seja, mesmo que o registrador de créditos imobiliários consiga proporcionar uma prestação de serviço diferenciada, não é possível dispensar o custodiante, já que ele é figura importante para diminuir os custos de averbação do termo de securitização na matrícula dos imóveis e para formalizar o regime fiduciário.

É pertinente a sugestão de Eco Securitizadora e ABSia acerca do rodízio de auditores independentes previsto na regulamentação específica, tendo sido o texto alterado nesse sentido.

Quanto ao comentário da ISEC, esclarece-se que a previsão existente em norma editada pela CVM não tem o condão de alcançar obrigações previstas em lei, mas é indistintamente aplicável, no que couber, a todas as operações de securitização, não importando o segmento de origem do lastro. De todo modo, cabe deixar registrado que o objetivo em reconhecer três diferentes mecanismos de controle dos direitos creditórios é aumentar a competitividade entre os prestadores de serviços e, assim, colaborar para que o mercado de securitização seja mais eficiente.

Pentágono e Uqbar comentam que o art. 10, IV, da Lei 9.514 estabelece que a contratação de agente fiduciário somente é obrigatória quando há instituição de regime fiduciário. Nada obstante, o art. 25, IV, da Minuta, induz o entendimento de que a companhia securitizadora sempre deve contratar agente fiduciário, independentemente da instituição de regime fiduciário. Dessa forma, Pentágono sugere alterar a redação do art. 25, IV, da Minuta.

Considerando que há duas principais funções de auditoria apontadas na norma, a do patrimônio da securitizadora e a de cada um dos patrimônios separados, Uqbar entende que caberia também no art. 25 a definição a respeito de qual das duas funções o art. 25 se refere, que seria a auditoria do patrimônio separado. A mesma empresa de auditoria poderia ser contratada para as duas funções, mas, na opinião da proponente esses dois serviços poderiam, de maneira facultativa, ser prestados por duas empresas de auditoria independente diferentes.

Por fim, Pátria Investimentos sugere que a contratação do custodiante e do escriturador seja dispensada nos casos de companhias securitizadoras que emitam títulos destinados exclusivamente a investidores profissionais. Propõe, ainda, que a contratação do agente fiduciário seja dispensada nos casos de emissão de valores mobiliários destinados exclusivamente a um único investidor profissional.

O dispositivo legal citado por Pentágono e Uqbar estabelece um requisito da constituição do regime fiduciário no âmbito de uma operação de securitização de CRI, não um limite para a atuação do agente fiduciário no âmbito de operações de securitização em geral, como as alcançadas pela norma da CVM – lembrando que a aplicação da regra não se fundamenta em segmentos econômicos nos quais os recebíveis são originados.

Com base no art. 68 da Lei 6.404, a CVM entende que agentes fiduciários devem representar os interesses da comunhão de investidores em determinado título de securitização. Essa comunhão de recursos se trata de um universo difuso e, assim, carece de alguma articulação na defesa de seus interesses; no caso, remunerada. Esse entendimento não é impactado pelo fato de a operação de securitização contar com regime fiduciário ou não, afinal, em qualquer hipótese existe uma comunhão de investidores.

Destaque-se, por oportuno, que o dispositivo em tela – atual art. 33, IV –, como de resto toda a norma, é oponível somente às companhias S1 e S2 registradas na CVM, de forma que não alcança companhias securitizadoras que emitem somente títulos de securitização destinados exclusivamente a investidores profissionais.

O apontamento feito por Uqbar sobre os serviços de auditoria é meritório, tendo sido contemplado na alteração do **caput** do art. 33, que passou a prever expressamente que a companhia securitizadora pode contratar serviços "*em benefício do patrimônio separado*".

Em relação à participação de Pátria, reitera-se que na hipótese de a companhia securitizadora não ser registrada na CVM como S1 ou S2, não estará obrigada a contratar os prestadores de serviços previstos no art. 33 para suas operações de securitização, preservadas, naturalmente, as contratações exigidas em lei, que não podem ser flexibilizadas pela regulamentação. Todavia, somente companhias S1 e S2 poderão distribuir títulos de securitização em ofertas públicas registradas e tê-los livremente admitidos à negociação no mercado secundário.

3.19 Terminologia: "entidade administradora de mercado organizado" e "registradora de créditos" (arts 25 – atual 33 –, I, art. 26 – atual art. 35 –, § 2º, III, "a", art. 27 – atual art. 36 –, inciso II, item 12.1.g do Anexo B – atual Suplemento C)

B3 faz menção ao uso dos termos "entidade administradora de mercado organizado" e "registradora de créditos", no inciso I do art. 25, na alínea "a" do inciso III do § 2º do art. 26, no inciso II

do art. 27 da Minuta e alínea "g" do item 12.1 do Anexo B e cita que as regras editadas pela CVM tratam do registro de valores mobiliários pelas entidades registradora de mercado organizado, e do depósito centralizado de valores mobiliários no depositário central.

Por sua vez, as normas do Banco Central do Brasil a respeito do assunto mencionam "atividades de registro e de depósito centralizado de ativos financeiros" e, ao tratar das entidades que exercem essas atividades, "entidades registradoras" e "depositário central". Diante disso, indaga se se caberia algum ajuste no dispositivo para refletir essas atividades.

A terminologia adotada no art. 33, I, da Resolução e demais dispositivos foi similar à redação presente no art. 14, I, da Instrução CVM 600 e reproduzida na alínea "a" do inciso III do § 2º do art. 35, e no inciso II do art. 36 da Resolução, alínea "g" do item 12.1 do Suplemento C e no item 5.5 do Suplemento H. De todo modo, em atenção à manifestação da B3, no art. 2º, inciso V foi incluída uma definição de "entidade registradora".

3.20 Responsabilidade de prestadores de serviços (arts. 25 – atual art. 33, novo §, e 26 – atual art. 35, § 1º)

ABSia pontua que é primordial que as disposições relativas aos deveres da companhia securitizadora em relação a prestadores de serviços que sejam contratados para atuar em operações de securitização sejam aprimoradas no sentido de esclarecer que a companhia securitizadora não é responsável solidária por deficiências apresentadas em serviços prestados por terceiros (sejam escrituradores ou custodiantes), em linha, inclusive, com as modificações na indústria de fundos de investimentos trazidas pela Lei da Liberdade Econômica.

As alterações sugeridas pela ABSia não foram acatadas. A aplicação ou afastamento de mecanismos de solidariedade e responsabilização são matérias regidas pelo Código Civil e por comandos legais específicos, tais como o disposto na Lei 9.514, art. 12, parágrafo único[9]. Situações concretas devem ser analisadas à luz dos fatos e particularidades que se façam presentes.

Isto posto, entende-se que os atuais arts. 35 e 36 atendem adequadamente à preocupação apontada pelo participante. Não obstante, a redação do parágrafo único do art. 36 foi alterada, de forma

[9] Lei 9.514: "Art. 12.(...)
Parágrafo único. A totalidade do patrimônio da companhia securitizadora responderá pelos prejuízos que esta causar por descumprimento de disposição legal ou regulamentar, por negligência ou administração temerária ou, ainda, por desvio da finalidade do patrimônio separado."

que o dever de fiscalizar seja requerido somente para os casos em que o prestador de serviços é um agente não regulado pela CVM. Nesses casos, a responsabilidade administrativa remanesce atribuída à companhia securitizadora.

Ou seja, cada participante de mercado regulado pela CVM responde perante a Autarquia pelo cumprimento das regras aplicáveis a suas próprias atividades, não sendo diferente no âmbito das operações de securitização.

3.21 Lastro *vs.* garantia (art. 25 – atual art. 33, 28 – atual art. 37 e Anexos D, E e F – atuais Suplementos E, F e G)

Uqbar comenta que, dentre as operações de CRI realizadas em 2020, aproximadamente 80% são enquadradas como operações de risco de crédito concentrado na classificação adotada pela participante, ou seja, há apenas um único devedor ou um grupo de devedores do mesmo grupo econômico. Essas operações tendem a ser lastreada em debêntures ou CCB.

Grande parcela dessas operações possui garantias atreladas de perfil pulverizado, sendo exemplos bastante comuns a cessão fiduciária de recebíveis oriundos do recebimento de aluguel de um **shopping** e a cessão fiduciária de contratos de compra e venda de imóveis. Na prática, porém, são os recursos advindos da garantia que abastecem o patrimônio separado da operação, ainda que indiretamente. Esse tipo de estrutura tende a ser adotada por conta do menor custo financeiro, operacional e regulatório, mas acarreta um maior nível de risco.

Assim, a Uqbar propõe que a CVM confira às garantias a mesma atenção dada ao lastro, qual seja, a exigência de formalização e necessidade de depósito de recursos em conta de titularidade da securitizadora, como ocorre com as operações feitas com derivativos. Isso demandaria ajustes na redação dos arts. 25 e 28 da Minuta.

Subsidiariamente, para refletir a importância do acompanhamento das garantias nos tipos de operações mencionadas, a participante requer a inclusão de item específico nos informes mensais, propondo que seja um novo item análogo ao item 12 do Informe, no qual constassem o detalhamento das garantias por natureza, prazo de vencimento e inadimplência.

Informações sobre as garantias foram amplamente abarcadas pela Minuta: nas demonstrações financeiras dos patrimônios separados, nos instrumentos de emissão e nos informes mensais das emissões, com ou sem regime fiduciário.

Embora de fato possam existir operações de securitização nas quais as informações sobre as garantias sejam tão (ou mais) importantes do que as informações sobre o lastro, não parece razoável impor o custo de produção dessa informação para toda a indústria indiscriminadamente, especialmente sem ter submetido a proposta ao escrutínio do público. A sugestão de cunho formal foi analisada de acordo com essa mesma lógica.

Desse modo, as sugestões de Uqbar não foram acatadas, sem prejuízo de aperfeiçoamentos pontuais no tocante às garantias, realizados nos informes mensais.

3.22 Subcontratação de serviços (art. 26 – atual art. 35)

ABCD/ABIPAG sugerem, quanto ao art. 26 da Minuta, prever que os prestadores de serviços contratados pela companhia securitizadora para as atividades de monitoramento, controle e processamento dos ativos e compromissos vinculados à emissão, bem como de cobrança dos direitos creditórios possam ser substituídos ou destituídos pela companhia securitizadora se previsto no instrumento de emissão, sem a necessidade de convocar uma assembleia geral.

Essa sistemática garantiria maior celeridade às estruturas de securitização, bem como maior autonomia à companhia securitizadora no que tange à contratação de prestadores de serviços.

ABCD/ABIPAG sugerem que o art. 26 abarque tanto a contratação quanto a subcontratação de serviços por agentes ligados às securitizações no âmbito das **fintechs** de crédito, tais como: (i) **fintech** como agente de cobrança; (ii) **fintech** como agente de cobrança que está terceirizando o serviço; e (iii) **back up servicer**. O objetivo da proposta é sintonizar o modelo de securitização com as **fintechs**, criando um arcabouço normativo mais adequado tanto a companhias securitizadoras convencionais quanto às **fintechs** de crédito.

ABSia e Eco Securitizadora comentam que a função de cobrança dos direitos creditórios deve estar vinculada à suficiência de recursos no patrimônio separado para arcar com os procedimentos e contratação dos prestadores de serviços. Considerando que a operação usualmente não prevê uma reserva para contingências processuais e procedimentos de excussão, a companhia securitizadora não pode ser responsável pela prestação do serviço que deve ser praticado por terceiro se não houver recursos para remunerar esse terceiro.

Eco Securitizadora, em referência ao § 2º, inciso II, argumenta que a companhia securitizadora é a emissora de valores mobiliários, mas tem sua responsabilidade limitada pelo art. 12, parágrafo único, da

Lei 9.514, que estabelece que o patrimônio da securitizadora somente responderá pelos prejuízos que esta causar por descumprimento de disposição legal ou regulamentar, por negligência ou administração temerária ou, ainda, por desvio da finalidade do patrimônio separado. Nesse sentido, não há razoabilidade em direcionar o ônus de multas cominatórias à securitizadora, caso esta não tenha dado causa à multa, devendo a companhia ser ressarcida pelo patrimônio separado.

No que se refere à manifestação de ABCD/ABIPAG, inicialmente cumpre esclarecer que submeter a substituição de um prestador de serviços à deliberação dos investidores somente se justifica caso a presença do referido **servicer** na operação seja parte integrante do instrumento de emissão e, assim, se configure em uma característica do título de securitização.

Nesse sentido, registre-se que a iniciativa de substituir um prestador de serviços pertence à companhia securitizadora, sem prejuízo de ser necessária a aprovação dos cotistas, nas condições eventualmente pactuadas no instrumento de emissão. A exceção é o agente fiduciário, que formalmente é contratado pela companhia securitizadora, mas materialmente representa a comunhão de investidores, de forma que a esta última deve pertencer a competência para, reunida em assembleia, deliberar sobre a sua substituição.

No que diz respeito à sugestão de citar expressamente **fintechs** e **back-up servicers** como soluções passíveis de contratação, cabe registrar que a CVM reconhece a importância da inovação e da entrada de novos modelos de negócios, tecnologias e prestadores de serviços no mercado de capitais e, no caso em tela, entende que a redação proposta não veda tais contratações. Ressalte-se, por oportuno, que a regulamentação de mercado deve permanecer neutra em função de qual solução ou tecnologia deve ser contratada pela companhia securitizadora.

As propostas de ABSia e Eco Securitizadora sobre condicionar a execução das atividades previstas no atual art. 35 à suficiência de recursos do patrimônio separado não foram plenamente acatadas, pois as tarefas constantes no **caput** são obrigações da companhia securitizadora, por inerentes à operação de securitização.

Todavia, ao revisitar a matéria, a CVM concluiu que a atividade de cobrança de créditos inadimplidos, que não se confunde com a liquidação financeira ordinária dos direitos creditórios, não é fundamental em uma operação de securitização. Diante de todo o acima exposto, foram revisitados o **caput,** o § 2º, VIII, e o § 4º, todos do atual art. 35, a partir de sugestões redacionais efetuadas pelos participantes.

Finalmente, em atenção à preocupação de Eco Securitizadora quanto à aplicação do inciso II do § 2º do atual art. 35, convém deixar informado de modo claro e preciso que o pagamento de multas cominatórias deve ocorrer às expensas da companhia securitizadora, inexistindo hipótese de a despesa ser atribuída ao patrimônio separado. Naturalmente, a regulamentação não interferiria em arranjos contratuais da companhia securitizadora que contivessem cláusula de regresso contra a parte que tiver dado causa à multa.

ABECIP, por sua vez, sugere alteração de redação do art. 26, atual 35, no sentido de considerar os agentes ali indicados como prestadores de serviços da emissão, e não contratados da companhia securitizadora.

Segundo a associação, não faz sentido impor à companhia securitizadora a verificação dos serviços prestados, por exemplo, pelo agente fiduciário, que tem inclusive como uma atribuição essencial, a de fiscalização dos serviços prestados pela securitizadora em atenção à proteção dos direitos dos investidores. Cita, ademais, que todos os **players** são devidamente regulados pela CVM, que detém poder de polícia em relação a eles.

ABECIP comenta que outro ponto a ser ajustado em relação ao art. 26, atual 35, é o conflito de atribuições da companhia securitizadora com as atividades do agente fiduciário, previstos no § 2º, incisos I, alíneas “a” e “d”, II, V e VIII.

Para tanto, a proponente, assim como Brazilian Securities, evoca que a diligência de verificação da representação dos investidores é atribuição inerente ao agente fiduciário, haja vista o disposto na Instrução CVM 583, arts. 10 e 11, incisos IV e XVIII, e que os agentes fiduciários já possuem todos os mecanismos e instrumentos necessários para a realização de tal atividade, sugerindo, assim, a exclusão da alínea “a”.

Já quanto ao art. 26, § 2º, “I”, “d” e “V”, ABECIP sugere que deva ser indicado que as obrigações ali inseridas são atribuíveis conjuntamente à securitizadora e ao agente fiduciário, de forma a alinhar as normas que disciplinam os deveres de cada um.

Quanto à obrigação de pagamento de multas cominatórias à CVM, deve ficar expressa que esta obrigação caberá à companhia securitizadora se foi ela quem deu causa à multa, vale dizer, caso a multa atribuída à companhia securitizadora seja originada de desatendimento de obrigação que a companhia securitizadora dependa de terceiros, esta multa deve ser atribuível ao patrimônio separado. Ademais, no tocante à obrigação de cobrança dos direitos creditórios pela companhia securitizadora, ABECIP suscita o

conflito desta disposição com o previsto no art. 12 da Instrução CVM 583, que atribui ao agente fiduciário essa responsabilidade[10].

Em relação ao comentário inicial da ABECIP, não há contradição em o prestador de serviços ser contratado pela companhia securitizadora e prestar serviços ao patrimônio separado, ou mesmo para os investidores, como no caso do agente fiduciário. De toda forma, cabe repisar que a nova redação do atual art. 33 deixa claro que a contratação pode ocorrer "em benefício do patrimônio separado".

No que se refere às considerações acerca do dever de fiscalização da companhia securitizadora, informa-se que a norma foi alterada (atual art. 36, parágrafo único) de modo a prever expressamente que a fiscalização esperada não alcance as atividades que se encontram sob a competência da CVM, nos termos da Lei 6.385. Assim, o dever de fiscalização da companhia securitizadora fica limitado aos serviços que não se encontram sob a competência da Autarquia.

Já no que tange à tarefa de diligenciar para que sejam mantidos atualizados e em perfeita ordem os controles de presenças e as atas de assembleias especiais dos investidores, as sugestões de ABECIP e Brazilian Securities não foram acatadas, dado que essa tarefa não resta atribuída ao agente fiduciário pela lei ou regulamentação.

Por oportuno, esclarece-se que a regulamentação vigente não atribui ao agente fiduciário a tarefa de cobrar os direitos creditórios inadimplidos. O art. 12 da Resolução CVM 17 possui, muito claramente, um escopo mais abrangente que o mencionado pela associação.

Tampouco foi acatada sugestão de ABECIP para que algumas obrigações atribuídas à companhia securitizadora sejam expressamente oponíveis também aos agentes fiduciários, haja vista que as atribuições desses agentes não se confundem e não seria conveniente duplicá-las, para não aumentar o custo de observância da norma sem que exista uma contrapartida.

Quanto à responsabilidade pelo pagamento da multa cominatória, esclarece-se que a CVM a cobra do agente que é responsável pelo envio da informação, no caso tratado pela ABECIP, a companhia securitizadora, observado que outros participantes da operação de securitização possuem suas próprias obrigações de reporte, previstas em normas específicas. Nada impede, porém, que a companhia securitizadora busque reparação no Judiciário contra um terceiro que tiver dado causa à multa.

[10] "Art. 12. No caso de inadimplemento de quaisquer condições da emissão, o agente fiduciário deve usar de toda e qualquer medida prevista em lei ou na escritura de emissão ou no termo de securitização de direitos creditórios para proteger direitos ou defender os interesses dos titulares dos valores mobiliários".

ANBIMA faz sugestões ao art. 26, atual art. 35, de forma a viabilizar a emissão de novas séries dentro da mesma emissão. Em caso de inexistência de recursos no patrimônio separado, a companhia securitizadora pode se encontrar sem os meios necessários para tornar efetivos os direitos previstos na documentação de securitização relativos à cobrança e ao recebimento dos direitos creditórios ou de suas garantias.

Desse modo, estruturas de securitização em que haja ativos suficientes para fazer frente aos passivos respectivos, decorrentes dos títulos de securitização, podem ter saneadas situações pontuais de falta de caixa (recursos líquidos) à disposição da securitizadora, sem a necessidade de adoção de outras medidas – como a substituição da companhia securitizadora ou reestruturações mais complexas – que, além de serem inócuas, poderiam tanto exigir mais tempo para se concretizar quanto se mostrar menos eficientes para solucionar a questão. ANBIMA complementa sua manifestação com a sugestão de adição dos §§ 4º a 9º ao art. 26.

Adicionalmente, ANBIMA pretende que se ajuste o título da Seção II que antecede o art. 26, atual art. 35, que passaria a ser "Prestação de Serviços" e o § 1º, substituindo o termo "subcontratar" por "contratar", tendo em vista que a companhia securitizadora não realiza prestação de serviços no âmbito de suas emissões de títulos de securitização, dado que tais atividades são realizadas em relação a recursos próprios.

Coelho Advogados sugere a inserção do texto "*conforme previsto nos documentos da emissão*" ao final do art. 26, § 2º, VIII, para deixar expresso que a companhia securitizadora se submete apenas às obrigações previstas nos documentos da emissão.

Pátria Investimentos, a partir dos argumentos elencados no item 3.1 deste relatório sobre a incidência de comandos da norma para securitizadoras que emitem somente para investidores profissionais, sugere o acréscimo de um dispositivo contendo descontos regulatórios em função do público-alvo da operação.

A sugestão da ANBIMA para acréscimo de novos §§ ao atual art. 35 para contemplar mecanismo à disposição da securitizadora que permita a captação de recursos adicionais, vinculados à mesma emissão, com a finalidade de prover os recursos para adoção das medidas necessárias para a realização dos direitos creditórios foi acatada (§§ 4º a 6º). Também foram acolhidas as sugestões da associação ao título da Seção II e ao § 1º.

Com relação à sugestão feita pelo Coelho Advogados, esclarece-se que a companhia se submete não somente aos comandos do instrumento de emissão, mas também a toda a regulamentação vigente, sendo redundante reafirmá-lo na norma, pelo que a proposta não foi acatada. A proposta de Pátria Investimentos está superada, vez que companhias emissoras que não sejam registradas como S1 ou S2 na CVM não se submetem à norma.

Vale ressaltar, por oportuno, que inexistem descontos regulatórios na presente regra que alcancem companhias securitizadoras S1 ou S2, nessa qualidade. Todavia, há determinados descontos para operações de securitização exclusivamente destinadas a investidores profissionais. Ademais, a regulamentação específica das ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários impõe menos requisitos nas operações para o referido público-alvo.

Pentágono comenta que, atualmente, existem situações que não atenderiam ao disposto no art. 26, § 2°, III, da Minuta, tais como os CRI lastreados em contratos de compra e venda, que não são registrados nos termos da alínea "a", nem custodiados nos termos da alínea "b". Quando há emissão de CCI, estas são custodiadas, mas os contratos de compra e venda que as lastreiam não.

Dessa forma, tendo em vista a particularidade das emissões, e o risco de uma obrigação tão ampla tornar-se inviável na prática, sugere atrelar a obrigação de registro e custódia ao disposto nos documentos da emissão.

SEFAZ-SP sugere excetuar a obrigação de que trata o inciso III do § 2º para os direitos creditórios originados por entes federados ou por entidades por estes controladas. Manifesta que a excepcionalidade proposta na redação do inciso III do § 2º do art. 26 mantém regular as operações de securitização por entes federados, considerando que os diretos creditórios originários de contratos de parcelamento de tributos ou dívidas não tributárias, por disposição legal não podem ser custodiados em entidade administradora de mercado organizado ou entidade de custódia autorizada pela CVM. Assim, sugere o acréscimo na redação do inciso III: "*manter os direitos creditórios e demais ativos vinculados à emissão, exceto quando originados por entes federados ou por entidades por estes controladas*".

SEFAZ-SP sugere, ainda, a inserção de novo parágrafo ao art. 26, atual 35, comentando que a excepcionalidade proposta por meio da inclusão de tal sugestão mantém regular as operações de cessão de direitos creditórios realizadas por entes federados no que tange a sua cobrança, considerando ser prerrogativa exclusiva das suas Procuradorias; e permite, no caso de cessão de direitos creditórios realizadas por entidades controladas pelo ente federado à companhia securitizadora, avaliação do

cessionário do modelo de melhor eficácia de cobrança e recuperação de créditos cedidos e inadimplidos. Assim, faz a seguinte sugestão de texto:

"*Não se aplica à companhia securitizadora a obrigação de cobrança e execução de garantias, conforme prevista no caput e no inciso VIII do § 2º acima, relativamente a direitos creditórios originados por entes federados ou por entidades por estes controladas*."

Uqbar sugere, para fins de maior clareza e para resguardar a liberdade de contratação de prestadores de serviços por parte das securitizadoras, que o § 2º do art. 26 sofra alteração pontual, para deixar claro que seu rol não é exaustivo.

Em atenção às manifestações relacionadas ao atual art. 35, § 2º, incialmente cabe um esclarecimento basilar: a CVM dedica especial atenção a matérias relacionadas ao lastro da emissão de títulos de securitização, mais especificamente, à existência, integridade e titularidade dos direitos creditórios, sendo as particularidades de determinada operação de securitização ou de determinado segmento econômico secundárias quando comparados com a higidez da indústria de securitização como um todo.

Com relação aos comentários da Pentágono e da SEFAZ, não se espera que a regulamentação da CVM inove em relação a normas hierarquicamente superiores, de forma que não se vislumbra necessidade de as regras aplicáveis ao mercado de securitização esclarecerem que sua aplicação não implica na inobservância de diplomas legais – isso vale para todas as normas emanadas da CVM.

O mesmo racional aplica-se à não aceitação da sugestão de SEFAZ de inclusão de dispositivo excluindo direitos creditórios cedidos por entes federados do requisito de custódia ou registro. A CVM reconhece que a cobrança de direitos creditórios originados por entes federados e por suas entidades controladas possuem regras específicas, mas não enxerga necessidade de a regulamentação afirmá-lo, pelo que não acatou a sugestão de SEFAZ.

Por fim, a sugestão da Uqbar não foi acatada, na medida em que a redação proposta ao público, ao mencionar que "incluem-se entre as obrigações..." já denota que as obrigações constantes do § 2º não perfazem um rol exaustivo, mas sim um rol mínimo, de caráter exemplificativo, inexistindo impeditivo para que a companhia securitizadora assuma outras obrigações, que não estejam expressamente previstas na regulamentação.

3.23 Deveres de diligência e fiscalização (art. 27 – atual art. 36)

ABECIP sugere alterar a redação do inciso I para refletir a obrigação de que o terceirizado tenha recursos adequados e suficientes para a prestação dos serviços contratados, sem obrigar a companhia securitizadora a fazer uma verdadeira "diligência da prestação de serviços enquanto empresa".

ABSia, por sua vez, pondera que a companhia securitizadora não tem como afirmar e verificar, de forma taxativa, que os prestadores de serviços contratados possuem recursos humanos, tecnológicos e estrutura adequados e suficientes para a prestação dos serviços, mas pode envidar seus melhores esforços para a realização de tal verificação.

B3 sugere que acrescentar um novo inciso III ao art. 27 para reforçar, na Minuta, as obrigações das companhias securitizadoras quanto à criação e implementação de um sistema de controles internos, em linha com o abordado no Edital, o qual deve ser formalizado por escrito e disponibilizado para conhecimento do regulador: "*III - regras, procedimentos e controles internos*."

A redação do atual art. 36 foi alterada, com base nas sugestões recebidas dos participantes, cada qual considerada pertinente a seu modo. Em relação ao tema de contratação de prestadores de serviço, o resultado das alterações promovidas pode ser resumido da seguinte forma:

- Os prestadores de serviços devem ser contratados pela companhia securitizadora, ainda que em benefício e às expensas do patrimônio separado para o qual os serviços serão prestados;
- A companhia securitizadora deve ser diligente na seleção e escolha de todos os prestadores de serviços, mas fiscalizará somente aqueles que estejam prestando serviços que não se encontram sujeitos à regulamentação da CVM;
- O instrumento de emissão determinará os encargos que competem ao patrimônio separado (e, por exclusão, o que compete à companhia securitizadora); e
- Os investidores não podem propor a substituição de prestadores de serviços, à exceção do agente fiduciário, mas devem concordar quando da substituição de **servicers** previstos no instrumento de emissão.

3.24 Conta escrow (art. 28 – atual art. 37)

Em breve resumo, ABCD/ABIPAG defendem que sejam ampliados os conceitos de "conta de titularidade da securitizadora" e de "conta **escrow**" prevendo a possibilidade de essas contas serem contas de pagamento, bem como manter facultativa a adoção da conta **escrow**, de modo que sua

obrigatoriedade esteja condicionada ao instrumento de emissão. A ideia é viabilizar modelos de cobrança alternativos e mais democráticos a todas camadas e regiões do país, citando como exemplos **wallets** e **smart contracts**.

ABECIP, por seu turno, considerando que a função inerente à atividade do agente fiduciário nas emissões de valores mobiliários é a de proteção dos investidores, e que já há uma instituição bancária que já faz a verificação do atendimento dos requisitos para a liberação de recursos da conta e que conta é aberta em nome da securitizadora, para não ocorrer conflito de interesses, entende que deve ser atribuível ao agente fiduciário a verificação de cumprimento de requisitos especificados no § 1º do atual art. 37, quando é tratada em caráter excepcional a possibilidade de recebimento de direitos creditórios em conta **escrow**.

Ademais, considerando o alto custo de abertura e manutenção de uma conta **escrow**, ABECIP opina ser relevante estabelecer na Resolução a quem caberá o pagamento desta despesa.

ANBIMA propõe a exclusão da especificação da conta **escrow** no texto da Resolução. Além de ser um produto bancário específico, que conta com outros possíveis substitutos com efeito similar, aponta que tanto a tecnologia quanto especificidades de cada negócio podem dar origem a outros meios ou mecanismos de recebimento dos recursos. Logo, não há que limitar na regra o veículo do recebimento, especialmente no contexto atual de sofisticação do Sistema de Pagamentos Brasileiro (SPB), com o surgimento de novos mecanismos e novas entidades atuantes nessa seara, que podem modificar de forma relevante os mecanismos disponíveis para tal finalidade.

Ademais, prossegue ANBIMA, há casos em que não é possível o recebimento de recursos diretamente em conta de propriedade da securitizadora. Deve prevalecer, portanto, a sua obrigação de diligenciar para que os recursos da carteira sejam efetivamente direcionados para a sua conta, submetida ao regime fiduciário, se for o caso.

Coelho Advogados sugere a exclusão integral do art. 28 da Minuta. Alega que a flexibilização das formas de recebimento dos direitos creditórios cabe à companhia securitizadora e a sua **expertise** em cada setor de atuação, podendo criar, por diversas vezes, estruturas alternativas que facilitem o acesso ao crédito. Alternativamente, caso tal exclusão não seja acatada, propõe a inclusão de um novo dispositivo, prevendo que o termo de securitização pode prever a liberalidade.

A CVM acatou as sugestões de ABCD/ABIPAG e ANBIMA no sentido de admitir a possibilidade de recebimento de recursos da operação de securitização por meio de conta de pagamento, requerendo, contudo, que a instituição de pagamento que preste o serviço seja autorizada e supervisionada pelo Banco Central do Brasil, nos termos da Resolução BCB 80, de 2021.

Ademais, reconhecendo que a regulamentação pode ser menos prescritiva, foram promovidas alterações no § 1º do art. 37 da Resolução inspiradas nos comentários dos participantes, de forma a conferir flexibilidade às operações de securitização para utilizarem outras soluções que não a conta **escrow**, desde que provoquem efeitos análogos.

A sugestão de exclusão do dispositivo não foi acatada porque, independentemente do meio operacional por meio do qual ocorra a liquidação financeira dos recebíveis, o trânsito dos recursos por meio do patrimônio de terceiros representa um risco que a regulamentação deseja que seja preferencialmente mitigado, ou, na hipótese de o procedimento ser fundamental para a operação de securitização, que seja gerenciado de modo adequado pela companhia securitizadora.

Ademais, é oportuno ressaltar que o dispositivo em tela não se aplica a operações de securitização exclusivamente destinadas a investidores profissionais.

No que se refere à sugestão de ABECIP sobre a participação do agente fiduciário, a CVM não a acatou, por entender que podem existir estruturas nas quais será mais eficiente que a verificação de cumprimento de requisitos seja feita diretamente pela companhia securitizadora, sem que essa hipótese resulte em qualquer mitigador às obrigações do agente fiduciário.

Província solicita esclarecimento se o conceito de conta **escrow** objetiva a obrigatoriedade de contratar junto as instituições financeiras, além da conta corrente, o serviço de controles para liberações, pois, se assim for, implicará em custos relevantes para a operação de securitização.

Pentágono comenta que existem emissões que compartilham uma mesma conta, cabendo à companhia securitizadora verificar a origem e dar a destinação correta. Tal situação é mais comum nas operações que compartilham, total ou parcialmente, o lastro. Assim, sugere excluir a menção de que a conta deve ser “aberta exclusivamente para cada emissão” do **caput** do art. 28 da Minuta. Ademais, relata que tal estrutura deve contar com regime fiduciário, mas o regime fiduciário não é obrigatório em todos os casos de securitização. Por isso, recomenda também excluir a menção de que a conta aberta “deve contar com a instituição do regime fiduciário”.

Adicionalmente, o art. 28, § 1°, da Minuta dispõe que os recursos serão transferidos da conta **escrow** para a conta centralizadora "após o cumprimento de requisitos especificados e verificados pela companhia securitizadora ou pelo agente fiduciário", mas entende que eventuais condições e verificações deverão estar estipuladas no contrato de abertura da conta **escrow**, de forma que essa menção no art. 28, § 1°, da Minuta pode gerar maiores incertezas, motivo pelo qual sugere retirá-la.

Quanto à solicitação de esclarecimento da Província, informa-se que a previsão proposta no § 1º do art. 28 da Minuta somente estabelece uma exceção para a regra geral, presente no **caput**.

A sugestão da Pentágono no sentido de não se exigir a abertura de uma conta para cada emissão, não foi aceita, dado ser considerado inaceitável que recursos de patrimônios separados sejam misturados. No mesmo sentido, cabe alertar que não é permitido pela regulamentação vigente que emissões com patrimônio separado compartilhem lastro.

Já em resposta ao comentário acerca do fato de que o regime fiduciário não é obrigatório em todas as operações de securitização, foi acrescida a expressão "se for o caso" ao final do dispositivo.

Por fim, a CVM não vislumbra as incertezas que seriam trazidas pela redação proposta na Minuta, até mesmo porque se trata de dispositivo já largamente utilizado no mercado de CRA, nos termos do art. 5º, § 1º, da Instrução CVM 600, sem que se tenha conhecimento de problemas estruturais em sua aplicação.

3.25 Conta utilizada em operações com derivativos pela companhia securitizadora (art. 29 – atual art. 38)

Duarte Garcia sugere um ajuste pontual no parágrafo único do art. 29 da Minuta, que prevê uma conta em nome do patrimônio separado, no caso de utilização de derivativos, pois essa conta deveria ser aberta em nome da securitizadora e vinculada a cada patrimônio separado.

A sugestão não foi acatada, pois a redação da Minuta espelha aquela já utilizada no mercado de CRA, onde tem funcionado a contento, nos termos do art. 4º, parágrafo único, da Instrução CVM 600.

3.26 Destituição e substituição de companhia securitizadora (art. 30 – atual art. 39)

ABCD/ABIPAG manifestam preocupação em relação à possibilidade de a companhia securitizadora ser substituída, dado que a securitização deve constituir uma operação perfeita, de forma a ser realizada conforme as tratativas estabelecidas no Termo da Securitização, que deve prever os remédios para os

cenários tratados no art. 30 da Minuta. Prosseguem argumentando que existem mecanismos para liquidar uma operação de securitização e que aos investidores deveriam ser oponíveis apenas duas hipóteses de descontinuidade da operação de securitização: resgate do ativo ou liquidação do patrimônio separado pelo agente fiduciário.

Já ABSia argumenta que a Lei 9.514 é clara ao definir em seus arts. 14 e 15 as únicas hipóteses em que poderá haver mudanças no regime fiduciário estabelecido pela companhia securitizadora, quais sejam: (i) a insuficiência de bens do patrimônio separado e (ii) a insolvência da companhia securitizadora. Assim, apresenta uma extensa fundamentação para defender que as hipóteses previstas nos incisos III e IV do art. 30 da Minuta contrariam e expandem indevidamente o disposto na legislação.

ABSia destaca, ainda, que os ativos que integram o patrimônio separado, embora estejam segregados do patrimônio comum da companhia securitizadora para fins contábeis enquanto durar a emissão dos CRI e CRA, ainda continuam sendo de titularidade da companhia securitizadora, dado que a segregação patrimonial tem a finalidade específica de proteção dos investidores, mas não tem o condão de subtrair do patrimônio da companhia securitizadora os recebíveis que lastreiam a respectiva emissão, que remanescem de sua exclusiva titularidade.

ABSia acresce que o art. 11, VI, da Lei 9.514 determina que a realização dos direitos dos beneficiários limitar-se-á aos créditos imobiliários integrantes do patrimônio separado, e o art. 16 esclarece que, uma vez satisfeitos os créditos dos beneficiários, os ativos excedentes serão reintegrados ao patrimônio comum da companhia securitizadora.

A associação prossegue no sentido de que o patrimônio separado não adquire autonomia em relação a companhia securitizadora, o que restaria evidenciado pela falta de personalidade jurídica própria ou sequer inscrição no CNPJ. Reforça o ponto destacando que todas as garantias são registradas sob a titularidade da companhia securitizadora. Finaliza invocando o Código Civil para apontar a impossibilidade de se substituir o emissor de um título de securitização.

Diante do acima exposto, aponta que os arts. 14 e 15 da Lei 9.514 delimitam situação bastante excepcional, pois estabelecem mecanismos pelos quais parte do patrimônio da companhia securitizadora pode, compulsoriamente, ser transferido a terceiro. Assim, esses dispositivos legais devem ser objeto de interpretação restritiva.

ANBIMA, na mesma linha, entende que a substituição da companhia securitizadora somente pode ocorrer nas situações expressamente previstas em lei, ou mediante concordância da securitizadora

original, hipótese em que o termo "substituição" não seria o mais correto. Isso decorre do fato de a securitizadora ser emissora e devedora dos títulos de securitização. Desse modo, a substituição da securitizadora assume contornos de assunção de dívida, que não pode ser realizada validamente sem a concordância expressa do devedor. Dessa forma, sugere a exclusão do inciso III do art. 30.

Coelho Advogados opina que a possibilidade de transferência de ativos entre companhias securitizadoras não é questionada, dado que os ativos que compõem o patrimônio separado podem ser cedidos a outra companhia securitizadora, que por sua vez os vinculará a novos valores mobiliários de sua emissão. Cita que o termo "substituição" é impreciso, dado que uma emissora de valores mobiliários não pode ser objeto de substituição em seu próprio instrumento de emissão de dívida. Faz proposta de redação alinhada às suas observações.

B3, por sua vez, opina ser pertinente que no art. 30 da Minuta seja abarcada a possibilidade de destituição e substituição da companhia securitizadora por vontade dos investidores, deliberada em assembleia especial de investidores por quórum qualificado.

Eco Securitizadora, com base no art. 14 da Lei 9.514, comenta que o inciso I do art. 30 da Minuta deve esclarecer o que seria "insuficiência dos bens do patrimônio separado". A proponente opina que seria a insuficiência de recursos financeiros para honrar com o pagamento dos valores mobiliários na data de seu vencimento final, antecipado ou não, não alcançando, para fins do art. 30, mero inadimplemento dos direitos creditórios ou dos títulos de securitização. Sugere redação para o inciso I, contemplando seus apontamentos.

Eco Securitizadora sugere, ainda, a exclusão do inciso III do art. 30, para não dar margem à interpretação de que a companhia securitizadora é uma mera prestadora de serviços da operação de securitização e não a companhia emissora do valor mobiliário e titular dos direitos creditórios que a servem de lastro.

Pentágono, por sua vez, entende que o art. 30, IV, da Minuta, faz menção à transferência da administração dos créditos "a um terceiro". Por entender que esse terceiro deverá também ser uma companhia securitizadora, sugere a troca da expressão "um terceiro" por "outra companhia securitizadora".

Pentágono observa que já é comum que termos de securitização prevejam hipóteses de destituição automática, sem participação dos investidores, incluindo, mas não se limitando às hipóteses

legais. Com vistas a evitar que aquilo que é automático passe a depender de deliberação de investidores reunidos em assembleia, sugere ajuste na redação do parágrafo único do art. 30 da Minuta:

"*Parágrafo único. Em quaisquer dos casos previstos nos incisos I a IV a decisão deve ser ~~efetivada~~ tomada por decisão de assembleia de investidores, ou por ela ratificada, nas hipóteses em que a destituição se opera de forma automática, nos termos da lei ou conforme previsto no termo de securitização.*"

PREVI requer que seja inserido novo dispositivo, prevendo a hipótese de destituição e substituição em caso de fraude, má gestão ou condenação em atos de corrupção da companhia securitizadora. Entende que a sugestão corrobora outras condutas exigidas na Minuta.

No que se refere às considerações de ABCD/ABIPAG, cabe esclarecer que as hipóteses de destituição e substituição previstas na norma não prejudicam a adoção pela companhia securitizadora das medidas que estiverem previstas no instrumento de emissão, inclusive para liquidar a operação, se for o caso. Note-se que não se trata de necessariamente "descontinuar uma operação de securitização" – a operação poderia continuar com outra companhia securitizadora na administração do patrimônio separado.

Em relação à manifestação de ABSia, inicialmente destaque-se que a maior proteção que o regime fiduciário oferece aos investidores é a titularidade, transitória, enquanto vigente a operação de securitização, dos ativos alcançados pela instituição do regime fiduciário. Ou seja, o instituto do patrimônio separado não existe somente para fins contábeis, como alegado pela associação, mas também para conferir uma blindagem jurídica da carteira de recebíveis quanto aos riscos e obrigações da companhia emissora e demais patrimônios separados sob sua administração.

Mais especificamente no que se refere ao apontamento da ABSia de que os incisos III e IV do art. 30 da Minuta (art. 39 da Resolução) representam uma extensão indevida da lei, convém ressaltar que as soluções contidas nos dispositivos requerem, necessariamente, a concordância da companhia securitizadora, seja por ter lavrado o instrumento de emissão citado no inciso III, seja pelo aceite de que trata o inciso IV. Consistem, portanto, em possibilidades claramente delimitadas quanto ao seu alcance, e com as quais a companhia securitizadora terá que estar de acordo. Desse modo, tem-se que os dispositivos são somente facilitadores de acordos entre investidores e companhias securitizadoras, a serem utilizados em casos excepcionais, e sempre a partir de uma perspectiva negocial.

A propósito da ponderação da ABSia com base nos art. 11, VI, e 16 da Lei 9.514, entende-se que o art. 11, VI, se destina a esclarecer que o regime fiduciário blinda a operação de securitização das obrigações da companhia securitizadora, e o § 2º do art. 16, ao utilizar o vocábulo "reintegração", torna inequívoco que, enquanto perdurar a operação, os ativos integrantes do patrimônio separado não integram o patrimônio da companhia securitizadora.

A sugestão de redação de Coelho Advogados para o **caput** do art. 39 da Resolução não foi aceita. Todavia, considerando que (i) a companhia securitizadora pode ser substituída somente na qualidade de administradora da carteira de recebíveis; e (ii) a carteira pode ser transferida para outro agente que não seja uma companhia securitizadora, nos termos do art. 14, § 1º, da Lei 9.514, a CVM efetuou alteração na redação do atual art. 39 – o que lida também com o apontamento efetuado pela ANBIMA.

A sugestão de B3 não foi acatada porque a possibilidade sugerida já resta coberta pelo inciso III, sendo uma questão de mercado.

Com relação ao alcance da expressão "insuficiência dos bens do patrimônio separado", constante do inciso I, objeto da manifestação da Eco Securitizadora, esclarece-se que o dispositivo não alcança mero inadimplemento pontual dos direitos creditórios, que possa ser solucionado de modo ordinário na rotina da operação de securitização. O dispositivo trata de uma inadimplência significativa o suficiente para comprometer o pagamento da remuneração dos investidores, conforme estabelecida no instrumento de emissão.

No que tange à sugestão de exclusão do inciso III do art. 30 da Minuta (art. 39 na nova numeração), não foi acatada, dado que a regulamentação deixa claro que a companhia securitizadora não é somente uma prestadora de serviços. A sugestão da Pentágono para o inciso IV tampouco foi acatada pois, segundo previsão legal, em caso de insuficiência dos bens do patrimônio separado, a assembleia pode decidir pela transferência dos bens e direitos dele integrantes para outra entidade que atue no Sistema Financeiro Imobiliário – SFI.

Já o apontamento de Pentágono quanto à desnecessidade de os investidores deliberarem sobre regras de aplicação automática foi considerado pertinente, tendo originado alteração pontual no inciso III do atual art. 39.

Embora a preocupação da PREVI seja meritória, os próprios investidores institucionais podem negociar a inserção do dispositivo no instrumento de emissão, nos termos do inciso III, demandando

que determinadas hipóteses sejam pactuadas no instrumento de emissão. Assim, a sugestão não foi acatada.

3.27 Emissão e distribuição de valores mobiliários (art. 31 – atual art. 43)

Duarte Garcia sugere o aumento do limite de R$ 100 milhões, previsto no art. 31 da Minuta, para R$ 200 milhões, assim como requer que não haja limite de valor para ofertas públicas de distribuição com esforços restritos, visto que os investidores de tais ofertas são profissionais, nos termos da Instrução CVM 476.

Uqbar comenta que a possibilidade da companhia securitizadora atuar na distribuição de valores mobiliários de sua própria emissão, sem a contratação de instituição intermediária, deve ser definida em termos mais precisos e questiona se os R$ 100 milhões previstos no art. 31 são referentes a cada série da emissão ou a emissão como um todo e se são contabilizados de forma acumulada ao longo do tempo. A proposta é de que o valor seja contabilizado por emissão e de forma independente ao longo do tempo.

A proposta da Duarte Garcia não foi acatada, haja vista que esse regramento já na origem se destinou para permitir que as companhias securitizadoras pudessem ofertar suas emissões para a sua base de clientes existente. Naturalmente, ainda que a permissão não tivesse nenhuma limitação de público-alvo, o escopo do pleito das companhias securitizadoras e a lógica de sua aplicação se daria no contexto de investidores qualificados e profissionais, sobretudo pela desnecessidade de esforços amplos de disseminação da oferta e do valor unitário mais significativo de tais investidores. Sendo assim, a flexibilização já contou com a premissa de que o regime de distribuição utilizado para esse tipo de distribuição já seria o de esforços restritos.

Não obstante, o valor previsto no dispositivo foi alterado para R$ 120 milhões, simplesmente para fins de atualização monetária.

Quanto às questões suscitadas por Uqbar, a CVM esclarece que (i) o valor mencionado é referente a cada emissão, alcançado todas suas séries, se houver; e (ii) o referido valor não sofre alteração ao longo do tempo, dizendo respeito somente ao valor de emissão dos títulos de securitização.

3.28 Prestação de informações (art. 32 – atual art. 44)

ABCD/ABIPAG, ABSia e ANBIMA sugerem que haja a possibilidade de as companhias securitizadoras responderem às demandas de investidores em formatos alternativos, desde que as

informações sejam públicas e acessíveis a todos e figurando como um agente facilitador do processo de construção de melhores práticas e inovações na seara do processo de securitização. Deste modo, propõe-se a inclusão de novo § no art. 32 da Minuta:

"*§ 4º As companhias securitizadoras poderão divulgar informações específicas que lhes sejam requisitadas por detentores de títulos de securitização de sua emissão, inclusive com relação ao formato de seu envio, sendo certo que a divulgação de qualquer informação que não seja pública deve ser simultaneamente disponibilizada no sítio eletrônico da companhia securitizadora.*"

Pátria Investimentos, considerando os argumentos citados no item 3.1 deste relatório sobre a incidência de comandos da norma para companhias securitizadoras que emitem somente para investidores profissionais, sugere o acréscimo de um novo § 4º ao art. 32, contemplando tal situação.

Com relação às propostas de ABCD/ABIPAG, ABSia e ANBIMA, convém esclarecer que a norma da CVM se refere a informações que necessariamente devem ser divulgadas, inexistindo na regulamentação comando que inviabilize as práticas sugeridas pelas associações. De todo o modo, a sugestão de redação foi acatada, com vistas a conferir maior clareza e segurança à medida.

A sugestão da Pátria não foi acatada, haja vista que informações oriundas de companhias registradas na CVM interessam a todo o mercado, não somente aos investidores de determinada emissão. Entretanto, note-se que o dispositivo não alcança companhias securitizadoras que realizem emissões exclusivas para investidores profissionais e não se registrem na CVM como companhia S1 ou S2.

3.29 Informações na página da companhia securitizadora na rede mundial de computadores (art. 34 – novo art. 46, novo inciso IV e novos §§ 1º e 2º)

ANBIMA sugere a inclusão do inciso IV e §§ 1º e 2º ao art. 34 da Minuta, conforme abaixo, para conferir maior facilidade de acesso a tais informações pelo investidor, uma vez que hoje tais informações estão esparsas, e existe dificuldade de acesso. A unificação do local de fornecimento das informações é positiva para todo o mercado, dá maior transparência para o investidor, além de reduzir custos.

Adicionalmente, como comentário geral, ANBIMA aponta que informações contidas nos contratos de cessão, em operações pulverizadas, também deverão estar disponíveis para acesso, ainda que haja restrições imputadas pela LGPD (Lei Geral de Proteção de Dados).

"Art. 34. (...)

IV–seção específica para cada emissão vigente, contendo, no mínimo,

a) informe mensal aplicável; (...)

e) notificações, convocações de assembleia, atas e eventuais comunicados realizados pela securitizadora com relação às emissões vigentes;

f) demonstrações financeiras auditadas do respectivo patrimônio separado, elaboradas na forma do artigo 39 desta Resolução; e

g) relatórios elaborados pelo agente fiduciário de acordo com a regulamentação específica, quando aplicável, relacionados à respectiva emissão. (...)

§ 2º As instituições contratadas devem fornecer as informações solicitadas pela companhia securitizadora para assegurar a manutenção das informações na página da rede mundial de computadores, nos termos do ***caput.***

B3, por sua vez, pondera, em relação às informações às quais deve ser dada publicidade na página da companhia securitizadora, que a estrutura de controles internos da companhia pode conter informação interna e confidencial, bem como informação estratégica e de diferencial de concorrência, de modo que não entende salutar seu compartilhamento público. Tendo em vista que o regulador e, eventualmente, a entidade administradora de mercado organizado, já terá acesso aos documentos e requisitos que comporão o formulário de referência, B3 entende que essas seriam informações suficientes para compreender e avaliar a estrutura criada pela companhia securitizadora.

Nesse sentido, propõe que sejam feitos os ajustes ao art. 34, para estabelecer que sejam publicados na internet apenas os documentos que apresentem, de forma mais macro a governança da companhia securitizadora, sem, contudo, trazer fragilidades ao ecossistema interno dela.

Duarte Garcia propõe a inclusão da obrigação de disponibilização pelas companhias securitizadoras de sua política de prevenção à lavagem de dinheiro e ao financiamento do terrorismo – PLDFT, em suas páginas na rede mundial de computadores, propondo a inserção de novo inciso IV no art. 34 para este fim.

A proposta da ANBIMA foi acatada, embora não em sua totalidade em termos de conteúdo.

Quanto ao comentário a B3 de que a estrutura de controles internos da companhia pode conter informação interna e confidencial, bem como informação estratégica e de diferencial de concorrência,

de modo que não caberia o compartilhamento público, cabe replicar que outros normativos editados pela CVM, tais como a Resolução CVM 21, em seu art. 16, III, preveem a disponibilização de regras, procedimentos e controles internos na página do participante na rede mundial de computadores e, desse modo, a sugestão não foi acatada.

Por fim, quanto à sugestão de disponibilização na página eletrônica da companhia securitizadora da sua política de PLD/FTP, cabe notar que esse tipo de participante de mercado está contemplado na regulamentação específica sobre a matéria (art. 3º, inciso III, alínea "e", da Resolução CVM nº 50, de 31 de agosto de 2021 – "Resolução CVM 50"), que não prevê a disponibilização de tal política na rede mundial de computadores. Assim, a sugestão não foi acatada.

3.30 Informações periódicas (art. 35 – atual art. 47)

ANBIMA requer a exclusão do inciso V do art. 35, uma vez que, segundo ela, atualmente a obrigação de disponibilização de relatório elaborado pelo agente fiduciário já existe. A exclusão do inciso vai ao encontro dos esforços de redução de custos de observância da autarquia. Adicionalmente, a associação propugna adequar o regime informacional das companhias securitizadoras destinadas à realização de uma única emissão, de modo que somente as informações de fato relevantes sejam disponibilizadas aos investidores. Sugere alteração no parágrafo único do art. 35:

"Art. 35. (...)

Parágrafo único. Caso a companhia securitizadora tenha sido constituída para apenas uma emissão, o formulário de referência respectivo deve, ~~informar os dados consolidados de todas as emissões de securitização do grupo econômico da controladora~~ para fins dos itens 2, 3, 6, 8, 9, 10, 11, 12 e 13, considerar as informações relativas ao grupo econômico em que se insere a securitizadora."

Considerando que as companhias securitizadoras possuem diversas emissões com diversos agentes fiduciários, Duarte Garcia propõe que o prazo para o envio do relatório dos agentes fiduciários pelas companhias securitizadoras seja de ao menos 2 dias úteis a mais que o prazo final dos agentes.

Coelho Advogados sugere a inserção de "separado" ao final do inciso IV, para deixar claro que se trata das demonstrações financeiras do patrimônio separado, e propugna também a exclusão do parágrafo único, do art. 35, uma vez que entende que a Resolução deve ser aplicável exclusivamente às companhias securitizadoras que possam instituir regime fiduciário e constituir patrimônios separados.

Eco Securitizadora entende ser conveniente a inclusão de um novo inciso no art. 35 citando o envio das Informações Financeiras Trimestrais - IFT da companhia securitizadora.

O custo de disponibilização (**upload**) de um documento em uma página eletrônica já existente parece justificado pelo benefício de o conjunto de informações periódicas de uma operação de securitização estar acessível em um único lugar.

Note-se que o agente fiduciário já resta obrigado a encaminhar seus relatórios para as companhias securitizadoras, nos termos do art. 15 da Resolução CVM 17. Ademais, cabe lembrar que, embora tanto a companhia securitizadora quanto o agente fiduciário de fato disponibilizem o mesmo relatório, o agente fiduciário não segrega informações por emissões, como se espera que seja feito pela companhia securitizadora, nos termos do art. 47, IX, da Resolução.

Diante de todo o exposto, a sugestão da ANBIMA de exclusão do inciso V do art. 35 da Minuta (atual art. 47) não foi acatada.

Já a sugestão de Duarte Garcia quanto ao mesmo dispositivo da Minuta foi acatada, tendo sido alterada sua redação conforme o sugerido.

Tendo em vista o teor das informações do Formulário de Referência e da aplicação da norma apenas às companhias securitizadoras registradas, vale ressaltar que tal documento não se aplica às sociedades de propósito específico que sejam subsidiárias integrais de tais companhias securitizadoras. Dessa forma, os comentários de ANBIMA quanto à aplicação de determinados itens do Formulário de Referência às SPE perdeu o objeto.

Já quanto à inclusão da palavra “separado” ao final do inciso IV, conforme sugerida por Coelho Advogados, foi considerada desnecessária, pois o mesmo inciso já menciona tal termo, o que deixa claro que o exercício social ali citado, tal como a demonstração financeira, também se refere ao patrimônio separado.

Por fim, no que tange à inclusão de informações trimestrais sugerida por Eco Securitizadora, dada as características das operações de securitização, não temos indicação de que o custo com a elaboração de informações trimestrais, como as que há para as companhias abertas em geral, originaria um benefício correspondente para os investidores ou para a eficiência do mercado, pelo que a sugestão não foi acatada.

Todavia, tendo em vista que a emissão de títulos de securitização sem a instituição de regime fiduciário sujeita os investidores aos riscos da companhia securitizadora, faz-se necessário que nesses casos existam informações da emissora sendo prestadas em uma periodicidade inferior a 1 ano. Em resposta, o art. 47, VII, prevê hipótese na qual a companhia securitizadora tem que apresentar o formulário de informações trimestrais utilizado pelas demais companhias abertas.

3.31 Prazo para envio de informes mensais e sugestão para as emissões sem regime fiduciário (art. 36 – atual art. 47, III a V, e criação de novos dispositivos e Suplementos E, F e G)

ABSia, ANBIMA e ISEC sugerem que o prazo para envio dos Informes Mensais referidos na Minuta, sejam de até 30 (trinta) dias contados do encerramento do respectivo período de referência, assim como já é o caso para os CRA, de modo a permitir o efetivo cumprimento do mandamento normativo. ANBIMA argumenta ainda que, nos casos de emissões com lastros pulverizados, não é possível cumprir o prazo de 15 (quinze) dias. ISEC comenta que as securitizadoras dependem de terceiros para acompanhamento da performance dos créditos e os prazos de envio dessas informações muitas vezes seguem datas diferentes ao longo do mês, a depender do tipo de operação.

Uqbar comenta que a elevação do padrão informacional para as emissões nas quais não exista regime fiduciário é bem-vinda e necessária. Acredita, contudo, que a Minuta introduz um fator potencialmente danoso ao regime informacional dessas emissões, dado que, para os CRI e CRA sem regime fiduciário instituído, o Informe Mensal nos moldes do Anexo D resultará em redução do nível informacional frente aos mesmos títulos com regime fiduciário instituído, quando deveria ser o contrário.

A participante opina que o máximo de transparência possível é alcançado pelo preenchimento inescapável do Anexo E e do Anexo F da Minuta, respectivamente aos CRI e aos CRA, independentemente da instituição do regime fiduciário. Isto posto, sugere efetuar uma alteração no art. 36, para determinar a aplicabilidade do Anexo D apenas às emissões de outros títulos que não sejam CRI e CRA. Em relação títulos de securitização sem regime fiduciário, a Uqbar entende que o Anexo D seria o suficiente

Ainda no tema das emissões sem a instituição de regime fiduciário, Uqbar comenta que se faz necessário um conjunto de dispositivos exclusivos para tal grupo, para mitigar o risco de duas operações diferentes estarem lastreadas nos mesmos recebíveis. Para cada uma das operações sem regime fiduciário, Uqbar entende que devem ser estabelecidas regras de verificação e acompanhamento da suficiência e unicidade de lastro frente às respectivas emissões.

Em um caso extremo, duas emissões sem regime fiduciário e da mesma securitizadora poderiam estar lastreadas no mesmo (ou em parcela do) lastro, configurando, por exemplo, uma operação de securitização de CRI ou CRA com insuficiência de lastro. Os dispositivos a serem incluídos serviriam para mitigar essa situação.

A sugestão de ABSia, ANBIMA e ISEC de ampliação do prazo de envio dos informes mensais de 15 para 30 dias foi acatada, haja vista que reflete o prazo já previsto no art. 1º do Anexo 32-III da Instrução CVM 480 para os CRA.

Quanto ao comentário da Uqbar acerca dos informes mensais a serem preenchidos em emissões de CRI e CRA sem regime fiduciário, a CVM acatou a manifestação no tocante à necessidade de se manter o preenchimento dos Suplementos E e F, respectivamente, a despeito da existência ou não de regime fiduciário instituído sobre a emissão, ficando o Suplemento G a ser preenchido para as emissões de outros títulos de securitização, com ou sem o regime fiduciário.

Nas emissões sem regime fiduciário, que constituem as exceções – é pertinente lembrar –, o risco de crédito está no emissor, de modo que, embora a qualidade da carteira de recebíveis que serve de lastro à emissão continue a ser a métrica primária de acompanhamento, as informações sobre a companhia securitizadora adquirem relevância, pois problemas na carteira de uma emissão podem contaminar a emissora, e vice-versa. Ou seja, de fato o regime informacional das emissões em tela tende a ser mais robusto que o regime informacional das emissões que contam com regime fiduciário.

Diante de todo o acima exposto, o conjunto de dispositivos governando o informe mensal foi revisitado, com base na seguinte lógica: toda operação de securitização deve prestar informações padronizadas sobre a carteira de recebíveis, fonte primária da remuneração dos investidores, mas as operações sem regime fiduciário devem prestar, adicionalmente, informações relacionadas à companhia emissora.

Já quanto à sugestão de prever um conjunto de dispositivos exclusivos para as emissões sem regime fiduciário, com o objetivo de mitigar o risco de duas operações diferentes estarem lastreadas nos mesmos recebíveis, a CVM entende que a preocupação com possibilidade de dupla-cessão é meritória, fazendo parte das considerações do regulador ao avaliar os controles (e custos atrelados) que se mostram justificáveis ao funcionamento eficiente do mercado público de securitização. Em específico, considera-se que esse risco em particular é melhor enfrentado por meio de um ambiente saudável na gestão das carteiras de recebíveis, uma questão afeita às condutas requeridas das

companhias securitizadoras e seus executivos, não exatamente ao regime informacional das operações de securitização. Nesse sentido, cabe destacar o inciso VIII do art. 17 da Resolução.

3.32 Formulário de referência atualização (art. 37, caput e parágrafo único – atual art. 48)

ANBIMA entende necessário restringir a obrigação do parágrafo único exclusivamente às companhias que não tenham constituído regime fiduciário. Considerando que a emissão de títulos de securitização é inerente à atividade das companhias securitizadoras, a atualização do formulário de referência toda vez que fosse realizada uma emissão pública poderia se tornar operacionalmente inviável, devido ao grande volume de emissões dessas companhias.

Bari comenta que o **caput** do art. 37 da Minuta alterou o prazo de atualização anual obrigatória do formulário de referência de 5 (cinco) para 4 (quatro) meses, casando os prazos de apresentação das demonstrações financeiras anuais da companhia e da atualização do formulário de referência e opina que o referido ajuste em nada beneficia o mercado e pode vir a prejudicar o trabalho de correta apuração das informações finais das demonstrações financeiras anuais no formulário de referência uma vez que, o prazo para ambas as providências será o mesmo. Sugere, portanto a manutenção do prazo de 5 meses, tal como hoje disciplina a Instrução CVM 480.

Adicionalmente requer outro ajuste na redação do inciso II do art. 37, para espelhar a terminologia usada na Instrução CVM 400, e assim evitar qualquer dúvida em relação à aplicação da norma, como segue: "*emissão pública com amplos esforços de venda de distribuição de novos valores mobiliários*".

Eco Securitizadora comenta que o art. 37, parágrafo único, inciso I da Minuta estabelece que a securitizadora deve atualizar seu formulário de referência em até 7 dias úteis contados do início da atuação na distribuição dos seus valores mobiliários. No entanto, de acordo com a dinâmica de estruturação de ofertas, as securitizadoras iniciam sua atuação durante o período de silêncio das ofertas, preconizado pelo artigo 48 da Instrução CVM 400. Nesse sentido, a proponente questiona se a atualização do Formulário de Referência durante o período de silêncio não seria uma violação ao período de silêncio e, nesse caso, sugere que o inciso I seja excluído.

No que se refere à sugestão da ANBIMA para que a atualização do formulário só alcance as emissões sem instituição do regime fiduciário, entende-se que a atualização não contempla todo o formulário, mas apenas campos específicos, de forma que, ainda que a companhia realize diversas emissões, a maior parte do Formulário não é impactado por elas. Ademais, como é um documento

disponibilizado na rede mundial de computadores, é importante que esteja sempre atualizado. Por oportuno, reiteramos que os dispositivos em tela, como de resto toda a norma, alcançam somente companhias S1 e S2.

No tocante ao comentário da Eco Securitizadora sobre a atualização do formulário durante o período de silêncio, em que propõe a exclusão do inciso I do parágrafo único do art. 37 da Minuta, salienta-se que o referido inciso foi elidido, dado que a plataforma regulatória como um todo já lida adequadamente com a matéria. Já quanto sua sugestão para que seja mantido o prazo atualmente previsto na Instrução CVM 480 para atualização anual do formulário de referência, de 5 meses, a CVM acatou a sugestão, em benefício da uniformização dos procedimentos operacionais do mercado como um todo.

3.33 Demonstrações Financeiras da Companhias Securitizadoras (art. 38 – atual art. 49)

ANBIMA requer que seja prevista a mesma faculdade que é dada ao patrimônio separado de incluir datas diferentes (31 de março, 30 de junho, 30 de setembro ou 31 de dezembro de cada ano) para o exercício social, inclusive para permitir o melhor alinhamento do exercício social do patrimônio separado com o do devedor do lastro (por exemplo, usinas de açúcar e álcool, cujo exercício encerra-se em março).

B3 relata que, conforme Minuta, a companhia securitizadora registrada na categoria B, nos termos da Instrução CVM 480, que deseje migrar para as novas categorias S1 ou S2 estaria dispensada do cumprimento das obrigações constantes da referida instrução e da Lei 6.404, uma vez que não manteria mais o seu registro de companhia aberta perante a CVM.

Nesse sentido, entende adequado isentar as companhias securitizadoras da divulgação constante do art. 38, estando certo de que permaneceriam obrigadas a divulgar as demonstrações financeiras dos patrimônios separados. Caso realizem a emissão e a distribuição pública de valor mobiliário, com esforços restritos, nos termos da Instrução CVM 476, seguiriam obrigadas a divulgar suas demonstrações financeiras, nos termos do art. 17 da Instrução.

No que se refere à flexibilização do exercício social sugerida pela ANBIMA, a CVM concorda com a alteração proposta pela associação, até porque o § 6º do art. 25-A da Instrução CVM 480, conforme alterado pela Instrução CVM 600, já prevê tal possibilidade.

A sugestão da B3 não foi acatada, pois as demonstrações financeiras das companhias securitizadoras S1 e S2 são formalmente requeridas, nos termos do art. 176 da Lei 6.404, embora sob

uma perspectiva material seja razoável o argumento de que as informações da maior parte das companhias securitizadoras – que estruturam operações que instituem a separação patrimonial das demais operações – pode ser de pouco valor.

3.34 Demonstrações financeiras dos Patrimônios Separados e de devedores (art. 39 – atuais arts. 50 e 51)

ANBIMA sugere a seguinte alteração no art. 39, § 3º, IV, alínea "f": "*f) eventos de pré-pagamento ocorridos durante o exercício e o impacto sobre o resultado do patrimônio separado e o pagamento dos valores devidos ~~a rentabilidade dos investidores~~;"* na medida em que os títulos de securitização são valores mobiliários de renda fixa, e, portanto, sua rentabilidade não se modifica como ocorre com a cota de um fundo de investimento, por exemplo.

A sugestão textual de ANBIMA é parcialmente procedente e a redação da Minuta foi alterada de modo condizente, porém mantendo a referência à "rentabilidade dos investidores", haja vista que o foco do dispositivo de fato se encontra na remuneração dos investidores.

Vários participantes fizeram sugestões acerca do art. 39, § 7º, da Minuta ou dispositivos dele decorrentes. ABSia sugere a exclusão do § 7º para não inviabilizar uma ampla gama de emissões de cedentes que não são auditados, voltadas à investidores profissionais. ANBIMA também sugere a exclusão do § 7º, alegando que tal dispositivo já existe nas Instruções CVM 414 e 600.

Coelho Advogados requer que ao final da redação do § 7º seja acrescido o trecho "quando aplicável, conforme regulamentação vigente", para evitar interpretação de que as informações em tela não são requeridas nas ofertas destinadas a investidores profissionais. Província defende que a obrigação não deve alcançar informações construtoras de pequeno a médio porte, haja visto que as operações contam com garantias consideradas suficientes para garantir a dívida contraída, e também em se tratando de CRI distribuídos pela Instrução CVM 476, tendo como público-alvo investidores profissionais.

Eco Securitizadora, no mesmo sentido, opina que a obrigação de envio das demonstrações financeiras auditadas de devedores com exposição maior do que 20% (vinte por cento) de cada emissão deve excetuar as ofertas distribuídas exclusivamente para investidores profissionais, tal como o art. 11, § 2º, da Instrução CVM 600 já estabelece.

A sugestão de exclusão do § 7º (atual art. 51) não foi acatada, mas em atenção à ABSIA, Eco Securitizadora e Província cabe lembrar que o dispositivo alcança somente as companhias S1 e S2, de modo que companhias que emitem títulos de securitização exclusivamente para investidores profissionais só estarão sujeitas ao comando caso desejarem se registrar.

Ademais, em resposta à ANBIMA, informamos que a regra está sendo alocada na presente norma por se tratar de uma conduta esperada da companhia securitizadora, independentemente da origem dos direitos creditórios.

De toda a forma, o dispositivo foi aprimorado em atenção às manifestações recebidas, de modo a dispensar o requisito quando o devedor for (i) companhia aberta; (ii) instituição financeira ou equiparada; ou (iii) entidade cujas demonstrações financeiras relativas ao exercício social imediatamente anterior à data de emissão do título de securitização tenham sido elaboradas nos termos da Lei 6.404 e auditadas por auditor independente registrado na CVM.

De forma a espelhar os comandos do art. 22, I, da Instrução CVM 600 e o art. 16-B da Instrução CVM 414, prevista no art. 51 da Minuta, Pentágono sugere prever que a assembleia de investidores deverá deliberar anualmente sobre as demonstrações contábeis do patrimônio em separado, inserindo um novo § 8º no art. 39 com redação nessa linha.

Uqbar comenta que, na alínea "e" do inciso I do § 3º do art. 39, a menção de subordinação, sobrecolaterização e coobrigação como garantias não é precisa. Caso o desejo seja enfatizar as garantias, sugere que os exemplos sejam: penhor, alienação fiduciária, aval ou fiança prestadas por terceiros. Por outro lado, se o desejo é enfatizar os reforços de crédito, sugere que a palavra "garantia" seja substituída por "reforços de crédito" ou que seja retirada a alínea "e".

Quanto à sugestão da Pentágono, considerando que a realização de assembleias de investidores é uma atribuição da companhia securitizadora, a CVM entende que a conduta fica melhor alocada na presente norma, a qual foi acrescida do Capítulo VI (arts. 25 a 32 da Resolução), dedicado especificamente às assembleias de investidores, tendo feito os ajustes necessários nas regras dos produtos, que se tornaram Anexos Normativos à Resolução por conta do processo de revisão e consolidação de normas da CVM.

Já no que se refere à sugestão da Uqbar, informe-se que foi dada uma nova redação para a referida alínea "e", que a contempla.

3.35 Ato ou fato relevante (art. 40 – atua art. 52, IV)

ABCD/ABIPAG e ABSia comentam que a minuta não define "ato ou fato relevante", assim fazendo com que o conceito ganhe um aspecto mais abstrato. Sugerem assim que os termos continuem sendo aqueles determinados pela regulamentação específica aplicável às companhias abertas.

ABECIP sugere que fique indicado que a companhia securitizadora tem a obrigação de publicar fatos relevantes que venham a ser de seu conhecimento conforme ficar determinado nos documentos da emissão. Alega que a quebra de **covenants** usualmente decorre de desatendimento de obrigações de que o devedor tem conhecimento primário, razão pela qual é prática de mercado a imposição de obrigação do devedor de comunicar imediatamente a securitizadora e o agente fiduciário se houver alguma alteração que impacte na oferta.

E isso se faz essencial, uma vez que, do contrário, as companhias securitizadoras e os agentes fiduciários teriam que acompanhar dados financeiros, informações societárias, enfim realizar uma gestão minuciosa de todas as devedoras de suas emissões, para confirmar eventual desatendimento de alguma obrigação, o que ocasionaria por consequência, um expressivo aumento no custo de observância destes prestadores de serviços. Sendo assim, sugere um ajuste na redação do § 6º do art. 40 da Minuta.

ABECIP aponta, ainda, uma redundância entre o inciso III do **caput** e o § 6º, ambos do art. 40 da Minuta, dado que ambos os dispositivos resultam na divulgação das informações da assembleia, sejam relevantes (§ 6º) ou não (inciso III do **caput**). Para um melhor funcionamento do mercado, e considerando que esta atribuição significaria um custo adicional de observância para a companhia securitizadora e para o patrimônio separado de maneira desnecessária, sugere alteração na redação.

Coelho Advogados entende que os prazos para enviar os documentos referentes às assembleias devem ser padronizados e unificados, sugerindo que os prazos do art. 40, incisos I e II, e § 1º sejam de até 1 (um) dia útil, evitando descasamento de informações e documentos e também a criação de novos prazos que poderiam atrapalhar a celeridade da convocação e instalação das assembleias. Sugere também a exclusão do § 3º.

Eco Securitizadora e ABSia expõem que o art. 40, § 7º não dispõe de forma clara acerca do que seria uma informação que escape ao controle. Por isso, solicita esclarecimento a respeito. Adicionalmente, a Minuta, segundo a primeira proponente, não esclarece qual seria a forma estabelecida para divulgação de fato relevante, visto que o edital esclarece que a regra específica sobre a matéria não se aplica às securitizadoras.

Quanto à definição de "ato ou fato relevante", entende-se que a caracterização contida no § 6º da Minuta, propositadamente conceitual, é suficiente para balizar a aplicação do dispositivo no mercado de securitização, sem prejuízo de eventualmente, em função do desenvolvimento da indústria, o dispositivo ser revisitado futuramente.

A manifestação de ABECIP acerca do § 6º do art. 40 (atual § 5º do art. 52) não foi acatada, dado não se vislumbrar razão para afastar as operações de securitização da sistemática aplicável aos demais emissores de valores mobiliários, sem prejuízo, naturalmente, da existência de arranjos que motivem o devedor a ser diligente no monitoramento e comunicação de **covenants**.

Por oportuno, cabe alertar que a imposição de obrigações de comunicação aos devedores não necessariamente significa que inexiste um papel a ser desempenhado pela companhia securitizadora no monitoramento de **covenants**, sem que seja requerido que a regulamentação afirme de modo expresso que o administrador fiduciário de um patrimônio deve monitorar informações relevantes para o patrimônio que administra. Naturalmente, quanto mais relevante forem os efeitos da condição e mais provável sua materialização, maior a atenção que se espera do administrador.

Já no que se refere à divulgação de informações da assembleia especial de investidores, note-se que os fatos relevantes devem ser imediatamente publicados, de modo que nem toda assembleia estará sujeita ao § 5º do art. 52 da Resolução. Além disso, inexiste uma duplicação de tarefas, porque a informação publicada imediatamente, decorrente de decisões da assembleia, não se confunde com a ata, que será publicada em até 7 dias úteis.

Quanto aos comentários acerca da unificação dos prazos nos incisos I e II do **caput** e do § 1º em 1 dia útil, não foi acatada por entender-se que os prazos são adequados. Contudo, o prazo para a convocação de assembleia de investidores foi homogeneizado em 20 dias úteis. A exclusão do § 3º tampouco foi acatada, haja vista que se trata de tarefa sem complexidade ou custo relevante que a torne de difícil cumprimento, ao passo que seu resultado é útil para os investidores e demais participantes do mercado.

No tocante à preocupação de ABSia e Eco Securitizadora sobre a inexistência de uma definição clara para o que seria uma informação que escapou ao controle, esclarece-se que, nesse caso específico, as companhias securitizadoras se igualam aos demais emissores de valores mobiliários, de modo que as práticas de mercado e a jurisprudência administrativa são bons indicadores.

A sugestão da Eco Securitizadora de alteração do § 7º sobre forma de divulgação do ato ou fato relevante não foi acatada, pois o **caput** do art. 40 da Minuta já determina que tal divulgação seja feita por meio de sistema eletrônico disponível na rede mundial de computadores.

3.36 Disposições finais e transitórias (arts. 46 a 49, 57 e 58 – atual Capítulo XIII)

Coelho Advogados sugere que parágrafo único do art. 46 mencione que o descumprimento do disposto no seu **caput**, "poderá acarretar" o cancelamento de ofício do registro da companhia securitizadora, alegando que eventuais descumprimentos serão devidamente analisados pela área técnica, conforme art. 13 da Minuta, sendo que será proferida decisão acerca de eventual cancelamento, e que o descumprimento da adaptação em 180 dias, por si só, não produz o efeito do cancelamento de forma imediata.

Lobo de Rizzo comenta que a Minuta apenas tratou de como se dará a migração de categoria A e B para categoria S1 e S2 para aquelas companhias securitizadoras que já possuem o registro de companhia aberta concedido pela CVM. No entanto, resta a dúvida de como será o processo para aquelas cujo registro está sendo analisado. Nesses casos, sugere inserção de parágrafo no art. 46 para que o prazo para transição entre as categorias comece a contar apenas após a concessão do registro de companhia aberta pela CVM, a fim de que referidas companhias securitizadoras se adaptem à nova norma.

B3 solicita que, no art. 47, a contagem do prazo para migração dos registros vigentes das companhias securitizadoras por ocasião da edição da nova Resolução seja feito em dias úteis, ao invés de 1 (um) mês. Ademais B3 solicita que seja concedido período de adaptação até a entrada em vigor da norma, para que o mercado tenha tempo hábil para realizar eventuais desenvolvimentos tecnológicos necessários e o aprimoramento de seus procedimentos em atendimento ao disposto na nova norma.

Quanto ao art. 49 da Minuta, Coelho Advogados requer que seja excluído o trecho "...desde que observem as demais condições previstas no referido dispositivo", pelos mesmos motivos citados no seu comentário ao art. 22.

A sugestão de Coelho Advogados de alteração do parágrafo único do art. 46 (atual art. 60) foi acatada, pois, de fato, o cancelamento de ofício deve ocorrer conforme os procedimentos previstos nos parágrafos do art. 13.

A sugestão da B3 para que o prazo de 1 mês seja expresso em dias úteis não foi atendida tal como pleiteada, mas a redação do atual art. 61 da Resolução passou a prever o prazo de 30 dias corridos, o que está aderente à previsão da Portaria CVM/PTE/ 104, de 2020, para a concessão de registros.

Já quanto ao prazo de adaptação antes da vigência da norma, tendo em vista a introdução de **vacatio legis** até 2 de maio de 2022, bem como considerando que o art. 60 da Resolução estabelece que o prazo de adaptação de 180 dias seja contado após a entrada em vigor da norma, o prazo total efetivamente conferido à indústria passou a ser próximo a 10 meses.

No que tange à manifestação de Lobo de Rizzo, considerando o **vacatio legis** de aproximadamente 4 meses e que o prazo de adaptação se inicia somente após esse prazo, entende-se que o dispositivo proposto perdeu o objeto, dado que o emissor que obtiver a o registro neste período também se beneficiará do prazo de adaptação das demais companhias securitizadoras registradas.

Por fim, a sugestão de alteração do art. 49 da Minuta (novo art. 62) não foi acatada, dada a nova redação do dispositivo em decorrência de sugestão acatada no box do item 3.16 do presente relatório.

3.37 Vedação de participação de sociedades de economia mista (inserção de novo dispositivo)

FEBRAFITE defende a vedação de participação de sociedades de economia mista gestoras de ativos estatais e fundos especiais ou públicos em operações de securitização, pois entende que as sociedades de economia mista e os fundos especiais ou públicos são nulos de pleno direito, pois afrontam a ordem econômica prevista na Constituição Federal. O participante cita o **caput** do art. 170 e o art. 173 da Constituição como base de seu entendimento, para sugerir redação contendo a referida vedação.

Enquanto regulador do mercado de capitais, a competência da CVM não alcança as atividades que podem ser desempenhadas pelas sociedades de economia mista, nessa qualidade, nem tampouco aos fundos públicos, que usualmente são apenas contábeis, e não veículos de investimento coletivos. Assim, a sugestão não foi acatada.

3.38 Alteração da Instrução CVM 358 (art. 50 – atual art. 63) - Resolução CVM 44

ABECIP pondera que, para não restar dúvidas quanto a não aplicação das regras da Instrução CVM nº 358, de 3 de janeiro de 2002 (“Instrução CVM 358”), para a companhia securitizadora, cabe ajustar a redação do parágrafo único do art. 1º da referida Instrução.

Considera-se que a redação proposta por ocasião da audiência pública já fora suficientemente clara para afastar a aplicação da Instrução CVM 358, atual Resolução CVM nº 44, de 23 de agosto de 2021 ("Resolução CVM 44") às companhias securitizadoras.

3.39 Alteração no art. 4º-A da Instrução CVM 414 (art. 1º do Suplemento A)

Coelho Advogados requer ajuste na redação do art. 4º-A, em razão de poder haver diversas séries da mesma emissão: "*A denominação do certificado deve possuir o número da série da emissão, seguido do nome da emissora e* (...)".

A proposta de Coelho Advogados não foi acolhida, conforme explicação constante do segundo box do item 3.40 a seguir.

3.40 Alteração no art. 4º-B da Instrução CVM 414 (art. 51 – atuais arts. 40 e 41)

Coelho Advogados propõe aperfeiçoamento redacional no **caput** do art. 4º-B: "*Os certificados ~~devem~~ podem ser ofertados em classe única ou ~~divididos~~ em classes sênior e subordinadas sendo*: (...)"

Província questiona, dada a redação do **caput** do art. 4º-B, se não será mais permitido séries múltiplas, sem obrigatoriedade de subordinação, pois há situações em que o mesmo direito creditório é lastro de duas séries de CRI, sendo que a diferença entre as duas séries pode ser taxa de juros, prazo, periodicidade de amortização, e, nesse sentido sugere pequena alteração de redação.

O aperfeiçoamento proposto por Coelho Advogados foi aceito (art. 41 da Resolução), inclusive porque deixa mais claro que existe apenas uma classe sênior por emissão, ao passo que cada emissão pode conter diferentes classes subordinadas.

Em atenção à Província, esclarece-se que "classe do certificado" e "série da emissão" são conceitos que não se confundem, de forma que inexiste vedação à emissão de diferentes séries pela classe sênior, a serem diferenciadas conforme disposto na norma. É oportuno frisar que todas as séries da emissão, independentemente da classe a que pertencerem, compartilham o mesmo lastro.

Ainda que contenha uma alteração terminológica, essa escolha regulatória prestigia o modelo que está sendo aplicado nas operações de securitização de CRA e até mesmo adaptado para alguns novos CRI, tornando-o o padrão para toda a indústria, sem importar o setor de origem dos recebíveis.

ABSia e ISEC relatam que § 3º do art. 4-B ocasionará um aumento de custo significativo nas operações, por conta da política de preços praticada pelos agentes escrituradores. ABsia alega que tal custo, além de não ser justificável, na prática inviabilizaria grande parte das emissões de tamanho pequeno ou médio (menores que R$ 15 milhões), prejudicando enormemente a capacidade das securitizadoras de realizarem operações com lastro em créditos de portfolios menores.

ISEC comenta que o custo adicional de manutenção é de cerca de R$ 3 mil mensais, uma vez que as instituições financeiras contratadas para fins de liquidação e escrituração precificam este serviço por emissão e por série adicional.

Deste modo, ABSia sugere a elisão do dispositivo. Para que fique mais claro para os investidores a que termo de securitização cada série corresponde, companhias securitizadoras e agentes fiduciários receberiam algumas obrigações informacionais.

Coelho Advogados, no mesmo sentido, sugere a exclusão do § 3º do referido art. 4º-B, pois entende que a redação impediria a emissão de novos certificados de recebíveis imobiliários vinculados ao mesmo risco de crédito.

Já Província sugere ajuste na redação do § 3º, pois o mercado tem hoje, na mesma emissão, vários termos de securitização e patrimônios separados com séries distintas, sendo únicas ou subordinadas.

Adotando o mesmo racional das emissões dos demais valores mobiliários, a CVM considera que a obrigação imposta no § 3º em tela facilita a informação ao investidor. Além disso, traz padronização, facilitando a comparabilidade entre diferentes títulos de securitização e aumentando a transparência das operações de securitização.

Diante do acima exposto, bem como considerando que a sistemática já se encontra vigente no mercado de CRA, nos termos do § 3º do art. 8º da Instrução CVM 600, as sugestões de ABSia, Coelho Advogados, ISEC e Província no sentido de elidir o dispositivo não foram acatadas. Ademais, cabe deixar registrado que a prática é requerida em todas as operações de securitização sob a competência da CVM.

Em função do comentário de Coelho Advogados, é oportuno esclarecer que o dispositivo não impede que novas classes e séries de uma mesma emissão sejam acrescidas ao correspondente instrumento de emissão, por meio de aditamentos.

ANBIMA sugere aprimoramento redacional no art. 4º-B, § 6º, da Instrução CVM 414, para esclarecer que a partilha do ativo, em caso de liquidação antecipada da emissão, dá-se em condições

paritárias para os títulos integrantes de cada classe de títulos de securitização. Como os títulos de classe sênior podem se dividir em séries, sem preferência entre si, a redação originalmente proposta poderia induzir a interpretações equivocadas quanto à possibilidade de subníveis de senioridade na própria classe sênior. Propõe, ainda, esclarecer que a subordinação deve ser respeitada mesmo entre as demais classes subordinadas, observada a ordem de preferência estipulada no termo de securitização.

A proposta da ANBIMA é meritória e foi acatada, com ajustes. Ademais, tendo em conta que a proposta da Minuta foi baseada no § 6º do art. 8º da Instrução CVM 600, que trata somente dos CRA, cabe frisar que o dispositivo será aplicável a todas as operações de securitização, independentemente da origem dos recebíveis, nos termos do § 1º do art. 2º do Suplemento A.

3.41 Alteração no art. 7º da Instrução CVM 414 (atual Suplemento A)

Pentágono comenta que os certificados emitidos nem sempre contam com um número de ordem e, por esse motivo, sugere excluir essa previsão do art. 7°, § 8°, I, "b", da Instrução CVM 414.

Província manifesta preocupação com a divulgação da identificação dos devedores no art. 7°, § 8º, inciso II, alínea "a", principalmente nos CRI pulverizados, decorrente da Lei Geral de Proteção de Dados - LGPD, e sugere permitir a identificação do imóvel e dados financeiros, sem identificar o nome e CPF do devedor. Já no inciso VI no mesmo § 8º, entende que o termo "políticos" possa ser excluído.

Com relação ao § 8º do art. 7º, ANBIMA sugere a inserção do termo "quando aplicável" ao final da redação das alíneas "d", "e" e "f" do inciso II, uma vez que nas situações em que o lastro é constituído por créditos performados (como em CRI constituídos por debêntures), os investidores estarão expostos ao risco da companhia emissora, tornando, portanto, irrelevante para a tomada de decisão de investimento do investidor as informações sobre os imóveis que constituem o lastro.

Coelho Advogados, objetivando dar uma melhor interpretação para os dispositivos, sugere as seguintes alterações no art. 7º, § 8º, incisos II, alíneas "d" até "g", III e XIII, algumas abaixo transcritas:

"Art. 7º. (...) § 8º (...) II - (...)

d) <u>principal</u> imóvel a que esteja vinculado; (...)

III – indicação e descrição de outras garantias ~~de resgate dos certificados~~, oferecidas pela estrutura da securitização, tais como a existência e os mecanismos de funcionamento de sobrecolateralização ou coobrigação, dentre outros, quando constituídas; (...)

XIII - competências da assembleia ~~geral~~ especial de ~~titulares~~ investidores, critérios e requisitos para sua convocação e deliberação, respeitadas as disposições dessa Resolução;"

Já com relação ao art. 7º, § 8º, II, "f", Pentágono relata que, quando da celebração do termo de securitização, nem todas as informações ali tratadas estarão disponíveis, podendo vir a ser disponibilizadas posteriormente à celebração do termo de securitização. Destarte, sugere explicitar que tais informações devem constar do termo de securitização quando estiverem disponíveis.

Ainda no mesmo § 8º, Pentágono comenta que, na redação do inciso XIII, além das disposições da Resolução, deverão ser observadas também as disposições legais e regulamentares aplicadas a cada caso, e sugere ajuste redacional para deixar isso explícito. A proponente sugere ainda a exclusão do inciso XVI do § 8º do art. 7º da Instrução CVM 414, na medida em que o dispositivo passaria a prever hipóteses novas não definidas de administração "extraordinária" do patrimônio separado.

Quanto ao inciso X do § 8º do art. 7º, Uqbar entende que, além da definição da periodicidade da apuração e divulgação do índice de subordinação, o item também deve exigir que o termo de securitização explicite claramente a fórmula adotada para o cálculo de tal índice.

Inicialmente, a título de comentário geral, vale ressaltar que o § 8º do art. 7º da Minuta possui redação muito semelhante à do art. 9º da Instrução CVM 600, com algumas alterações e que tratam do conteúdo do instrumento de emissão. Tal conteúdo passou a ser tratado em um Suplemento à presente Resolução (Suplemento "A").

Em atenção à manifestação de Pentágono, entendeu-se que o título de securitização deve necessariamente conter número de emissão, identificação da classe e número da série, se for o caso, mas número de ordem é uma informação facultativa, alterando-se o Suplemento A neste sentido.

Quanto à manifestação de Província, cabe ressaltar que o art. 8º, II, da Lei 9.514 requer a identificação dos devedores no termo de securitização de CRI e o art. 40 da Lei 11.076 requer o mesmo nas operações de CRA. Ambas as normas são especificamente relacionadas às atividades de securitização, ao passo que a LGPD é uma regra geral, pelo que a exigência regulamentar no sentido de que os devedores devem ser identificados no instrumento de emissão possui amparo legal.

Todavia, considerando que em operações nas quais a carteira de recebíveis é pulverizada entre pessoas naturais a identificação dos devedores possui pouca utilidade para uma tomada refletida de decisão de investimento, a regra foi aprimorada, de modo a deixar claro que nas referidas operações

pulverizadas a identificação dos devedores pode ser omitida do público. Já a exclusão do inciso VII não foi contemplada, nos termos do inciso II do art. 1º do Suplemento A, pois a expressão direitos "políticos" já é comumente utilizada em outras normas editadas pela Autarquia, como por exemplo na Instrução CVM 600, sem que existam indicativos de problemas.

A sugestão de redação da ANBIMA não foi acatada porque em uma operação de securitização a expectativa dos investidores se ancora primariamente na carteira de recebíveis, que constitui a origem de recursos para a liquidação do título de securitização, não no patrimônio da companhia securitizadora.

As sugestões da Coelho Advogados, por sua vez, foram parcialmente acatadas, com as propostas acima transcritas inspirando alterações no dispositivo.

Em relação à manifestação da Pentágono, cumpre alertar que a regulamentação não permite que o instrumento de emissão seja lavrado sem os direitos creditórios que compõem o lastro da operação de securitização estejam especificados. Isto posto, a proposta não foi acatada. Tampouco foi acatada a proposta relacionada ao inciso XIII e a sugestão de exclusão do inciso XVI; no primeiro caso por não ser necessário afirmar que a regulamentação de mercado deve ser aplicada de modo sistematizado, mas em sua plenitude, e no segundo caso porque o dispositivo trata de algo extraordinário, que não pode ser especificado em hipóteses predefinidas.

A proposta de Uqbar de refinamento do inciso X foi acatada, com o intuito de tornar o cálculo do índice de subordinação consistente e passível de verificação.

ABECIP pondera que ao propor alteração da redação do art. 7º, § 9º da Instrução CVM 414, a Minuta indica taxativamente as circunstâncias em que é admitida a substituição dos créditos imobiliários que lastreiam a emissão. Exceto pelo inciso I, que é bastante objetivo e de fácil apuração, sugere que os demais critérios sejam mais objetivos, na linha do que já é aplicável aos créditos do agronegócio, conforme art. 9º da Instrução CVM 600, de forma que não haja conflito de normas a este respeito, pelo que propõe alterações no § 9º e a inclusão de um novo § 10:

"*Art. 7º (...)§ 9º A substituição referida no inciso IV do § 8º ~~somente pode ocorrer nos casos de~~ <u>será permitida desde que, atendidos os critérios de elegibilidade observados para a emissão dos CRI, e desde que não alterado, para menor, a taxa da emissão, o montante total dos direitos creditórios vinculados a emissão, e o prazo da emissão, nos seguintes casos</u>: (...)*"

Coelho Advogados, neste mesmo § 9º, pleiteia a ampliação da possibilidade de revolvência nas operações de CRI, de forma a evitar o pré-pagamento de referidas operações, o que importa em custos adicionais ao tomador de recursos, que muitas vezes possui direitos creditórios adicionais que poderiam ser vinculados como lastro da operação, evitando evento severo como o vencimento antecipado ou a recompra obrigatória da operação, tendo proposto alterações redacionais nesse sentido.

Duarte Garcia sugere que seja possibilitada a substituição de lastro nos CRI quando se tratar de operação pulverizada, para vislumbrar a substituição de compromissos que sejam distratados ou dos contratos de locação rescindidos, por novos contratos que atendam aos critérios de elegibilidade previstos nos documentos da operação.

Pentágono entende que cita que, apesar da redação constante do art. 7º, § 9º, inciso II da Minuta já estar presente na Instrução CVM nº 600, essa hipótese é, segundo a participante, subjetiva, e pode trazer insegurança aos investidores.

Nesse sentido, sugere que a substituição para manutenção do nível da retenção de risco assumida pelo cedente ou terceiros na respectiva emissão deva ser aprovada em assembleia geral. Ademais, como forma de proteção aos investidores, entende necessário que os critérios para substituição estejam definidos no termo de securitização, ou que a substituição seja aprovada pela assembleia geral.

Uqbar, entende que a possibilidade de substituição de direitos creditórios no âmbito de uma emissão de CRI mereça ser mais bem equilibrada. No intuito de conferir maior poder de diligência aos investidores e, ao mesmo tempo, permitir uma atuação célere da companhia securitizadora, sugere que se exija que o termo de securitização disponha sobre a forma e a possibilidade de substituição. Com isso, a necessidade de convocação de assembleia ou a autonomia da securitizadora para tal ficaria à cargo dos investidores.

No que se refere à sugestão da ABECIP, entende-se que as métricas quantitativas previstas nos incisos II e III do § 9º da Minuta (art. 2º do Suplemento A da Resolução) já restam suficientemente especificadas para fins de monitoramento no instrumento de emissão e assim, não foi acatado o novo parágrafo por ela sugerido.

Já a sugestão de da ABECIP de aprimoramento redacional inspirou alteração no dispositivo, cabendo ressaltar que tal alteração, por conta da revisão na regulamentação, alcançará a todas as operações de securitização, na forma do Suplemento A.

Quanto às sugestões de Coelho Advogados, não foram acatadas em virtude do entendimento de que, embora sob uma perspectiva econômica possam existir operações de CRI nas quais a revolvência faça sentido, a Lei 9.514 não permite a revolvência de créditos imobiliários em operações de securitização.

A sugestão de Duarte Garcia não carece de suporte regulamentar, sendo uma das hipóteses que pode ser livremente prevista no instrumento de emissão, pelo que não foi acatada.

Em conjunto com a sugestão da ABECIP, a sugestão da Pentágono inspirou a alteração no § 9º do art. 8º da Instrução CVM 414 (atual Suplemento A), conforme acima referido. Já sua sugestão de redação para o inciso II do § 9º da Minuta não foi acatada, por entender-se que a condução de uma atividade afeita à rotina da operação e que já possui disciplina no instrumento de emissão não carece de deliberação de investidores para ser conduzida. Note-se, de todo o modo, que nada impede que uma das condições previstas no instrumento de emissão seja a apreciação da substituição de lastro pela assembleia de investidores.

O comentário da Uqbar é conceitualmente pertinente, contudo, o problema apontado resta superado pelo inciso IV do § 8º do art. 7º (art. 2º do Suplemento A), por força do qual as condições da substituição de direitos creditórios devem estar pactuadas no instrumento de emissão.

No que se refere ao § 10, B3 defende alterações redação de seu **caput** e em seu inciso X, com a consequente a exclusão do inciso XI, tendo como resultado que os custos referentes ao depósito centralizado dos ativos devem estar previstos no termo de securitização.

Coelho Advogados propõe ainda, no inciso IX do § 10 do art. 7º, a utilização da terminologia "assembleia especial de investidores" com intuito de padronizar a expressão usada na Resolução.

Moody`s alega que a exigência de divulgação da remuneração de uma agência de classificação de risco no termo de securitização (inciso XIV), se adotada, terá um efeito negativo sobre (i) o funcionamento de tais agências no Brasil no que tange o gerenciamento eficaz de conflitos de interesse, assim como (ii) os princípios da livre da concorrência.

Com relação ao primeiro tópico, a proponente defende que a inclusão de informações detalhadas sobre a remuneração da agência em um instrumento de emissão permitiria sua visualização, assim prejudicando uma medida-chave para mitigar conflitos de interesses decorrentes do processo de

classificação de risco, que atualmente ocorre por meio da separação operacional entre os grupos analítico e comercial (que trata da remuneração).

Já com relação ao segundo ponto, a Moody`s argumenta que qualquer obrigação que leve à divulgação pública de honorários permitiria, de fato, a troca de informações sobre valores sensíveis à concorrência entre as agências classificadoras de risco e aumentaria o risco e a percepção de uma prática concertada ou conluio anticoncorrencial entre os participantes do setor.

Recomenda, portanto, excluir a exigência informacional em tela. Alternativamente, caso o pleito não seja acatado, sugere que a divulgação da remuneração de uma agência seja combinada e apresentada em conjunto com os honorários de outros prestadores de serviços, a fim de mitigar os riscos descritos.

A proposta da B3 de alteração no dispositivo sobre os encargos da operação de securitização foi superada pela sistemática adotada, de tratar os encargos da operação de securitização como matéria de cunho informacional.

A sugestão de Coelho Advogados foi acatada, até mesmo por estar alinhada à terminologia adotada na proposta da CVM para a nova regulamentação de FIDC (Audiência Pública SDM 08/20), de forma que a regra faz menção à “assembleia especial” de investidores.

Em resposta aos comentários da Moody’s, informa-se que por força do disposto no art. 1º, XI, do Suplemento A, a remuneração dos prestadores de serviços só deverá necessariamente constar do instrumento de emissão caso esse encargo seja suportado pelo patrimônio separado, hipótese na qual é razoável que fique pactuado já no início da operação o que será cobrado dos investidores. Tal dispositivo, ao não mais prever um rol de encargos que necessariamente devem ser arcados pelo patrimônio separado, faz com que as sugestões ao § 10 do art. 7º da Instrução CVM 414 restem superadas.

ABECIP comenta que a companhia securitizadora precisa ter um grau de discricionariedade para agir e preservar os interesses dos investidores, e em determinadas situações pode ser que não seja possível convocação de assembleia para deliberação sobre o tema. Assim, sugere que na redação do inciso I do § 11º do art. 7º da Instrução CVM 414, substitua-se o “e” por “ou”, de forma que a ratificação posterior em deliberação da assembleia de titulares não seja mandatória.

A proposta da ABECIP não foi contemplada, pois a CVM entende que ambas as condições presentes são independentes e devem ser igualmente cumpridas. Ademais, o § 11 do art. 7º da Instrução CVM 414 possui redação semelhante à do parágrafo único do art. 10 da Instrução CVM 600. Tal dispositivo migrou para o art. 2º, XI, do Suplemento A.

3.42 Alteração no art. 16-B da Instrução CVM 414 (art. 51 – atual art. 25)

Em vista da experiência prática havida desde a edição da Instrução CVM 600, ABSia pondera que a aprovação das demonstrações financeiras dos patrimônios separados é um procedimento meramente formal, em que os investidores raramente comparecem. Isto posto, sugere que a aprovação em assembleia seja necessária somente quando qualquer investidor ou o agente fiduciário, de modo fundamentado, assim o solicitar à companhia securitizadora, sendo tais demonstrações financeiras consideradas tacitamente aprovadas em caso de ausência de solicitação neste sentido. Entende que, assim, os interesses do investidor estariam adequadamente protegidos, com a vantagem de se eliminar um procedimento custoso, que não gera resultados informacionais que justifiquem os custos recorrentes gerados na emissão.

No mesmo sentido, Província sugere dispensar a necessidade de realização de assembleia para aprovar as demonstrações financeiras de cada patrimônio separado, na medida em que já existe a obrigação de divulgá-las, bem como considerando os custos de observância associados à obrigação. Caso mantido o dispositivo, pleiteia que a manifestação dos investidores possa ocorrer por meio eletrônico, evitando a necessidade de assembleia presencial, bem como que o termo de securitização defina prazo e forma para a manifestação dos investidores.

Considerando que a realização de assembleias de investidores representa um custo de observância relevante, hoje não incorrido e, assim, não precificado, Bari sugere nova redação para o § 3º e um novo § 4º para que seja exigida a realização de assembleia tão somente nos casos em que as demonstrações financeiras apresentaram ressalvas, fazendo sugestão redacional nesses termos.

ANBIMA requer que o prazo constante do inciso I do art. 16-B seja ampliado de 120 para 180 dias, uma vez que, considerando o prazo para convocação das assembleias, não seria possível atender ao prazo da Minuta, prazo coincidente com o fim do exercício social.

Coelho Advogados sugere alteração na redação do inciso II do art. 16-B, para contemplar o fato de que algumas alterações do termo de securitização ocorrem independentemente de deliberação em

assembleia geral de investidores. Ademais, em linha com comentário anterior, Coelho Advogados reitera que não existe possibilidade jurídica à substituição de companhias securitizadoras. Juridicamente, o que ocorre é a transferência dos ativos que compõem o patrimônio separado de determinada companhia securitizadora para outra companhia securitizadora, que por sua vez os vincula a novos valores mobiliários de sua emissão, com a respectiva constituição de regime fiduciário e constituição de patrimônio separado. Nesse sentido, sugere alteração do inciso VI do art. 16-B.

Uqbar, quanto ao mesmo inciso VI, sugere que, para a hipótese de substituição da securitizadora prevista no art. 30 da Minuta, seja requerido um quórum qualificado de deliberação e propõe que este quórum seja informado em cada termo de securitização e em todo material de divulgação da operação de securitização.

Inicialmente, a título de comentário geral, vale ressaltar que o art. 16-B em tela possui redação similar ao art. 22 da Instrução CVM 600, já funcional, com algumas alterações e que, por conta da consolidação normativa decorrente do Decreto 10.139, passou a constar do art. 25 da Resolução.

O pleito da ABSia não foi acatado, haja vista que o engajamento dos investidores deve ser estimulado, em nome do desenvolvimento saudável do mercado. O argumento relacionado aos custos não prospera porque a utilização de assembleias digitais – já adotada no mercado brasileiro – implica em custos de observância adequados para o benefício esperado. Todavia, em atenção aos pontos trazidos pela associação, cabe mencionar que as demonstrações financeiras cujo relatório de auditoria não contiver opinião modificada podem ser consideradas automaticamente aprovadas caso a assembleia especial de investidores correspondente não seja instalada em virtude do não comparecimento de investidores, conforme § 2º do art. 25.

O pedido da ANBIMA quanto à dilatação do prazo para realização da assembleia ordinária de investidores não foi acolhido, pois tal prazo já é atualmente aplicável às companhias securitizadoras emissoras de CRA por força do inciso I do art. 22 da Instrução CVM 600, sem que seja tido como uma impossibilidade material.

A sugestão de redação de Coelho Advogados para o inciso II do referido art. 16-B não foi acatada, por considerada redundante; já a sugestão relacionada ao inciso VI foi considerada pertinente, tendo assim originado uma alteração no dispositivo, de modo que fique claro que se trata da substituição disciplinada no art. 39 da Minuta.

Com relação à sugestão da Uqbar sobre qualificação do quórum de deliberação para fins de assunção do patrimônio separado por outra companhia securitizadora, informa-se que na solução adotada o instrumento de emissão pode estabelecer quórum distinto do ordinário, para cada matéria que especificar (art. 30, § 3º), limitada a qualificação à maioria absoluta na hipótese citada por Uqbar (§ 4º), cuja contribuição foi aproveitada.

3.43 Alteração no art.16-C da Instrução CVM 414 (art. 51 – atual Suplemento A e art. 25)

Coelho Advogados reitera seus comentários referentes ao art. 16-B3.42, Pentágono o faz em relação ao art. 7º 3.41 e Uqbar retoma seus apontamentos ao § 9º do art. 7º 3.41.

As respostas às manifestações dos participantes podem ser encontradas nos referidos **boxes** 3.41 e 3.42 e não ensejaram alteração no dispositivo aqui analisado.

3.44 Alteração no art. 16-D da Instrução CVM 414 (art. 51 – atual art. 27)

No que toca à convocação por iniciativa de titulares de que trata o § 2º, Pentágono entende que é importante estabelecer regras que mitiguem o exercício abusivo desse direito, conforme prevê o art. 69, parágrafo único, da Instrução CVM 555, de 2014.

Adicionalmente requer que referida assembleia seja instalada, em primeira convocação com a presença de, no mínimo, titulares de 1/3 da emissão total e, em segunda convocação, com qualquer número de titulares. Por fim, relata que o citado art. 16-D atribui ao agente fiduciário a responsabilidade por "disponibilizar aos titulares todas as informações e documentos necessários ao exercício do direito de voto, na data de convocação da assembleia" e propõe esclarecer que o agente fiduciário somente terá essa responsabilidade com relação aos documentos e à informação de que disponha.

O pleito da Pentágono de que os titulares investidores que convocam a assembleia devem arcar com os seus custos está previsto no art. 27, parágrafo único da Resolução. Quanto aos comentários sobre quóruns de instalação das assembleias, as sugestões não foram acatadas, por entender-se que a matéria por hora está suficientemente disciplinada.

Tampouco foi acatada a sugestão acerca das atribuições do agente fiduciário, sendo certo que o agente possui diligências a adotar para cumprir suas obrigações, sem que seja necessário que a regulamentação aplicável às operações de securitização as preveja de modo expresso e limitado. Naturalmente, o comando representa uma obrigação de meio.

3.45 Alteração no art. 16-E da Instrução CVM 414 (art. 51 – atual Suplemento A e art. 26)

Coelho Advogados opina que a utilização de meios eletrônicos para realização de assembleias são uma realidade no mercado de capitais, motivo pelo qual entende não haver necessidade da previsão expressa no termo de securitização.

A participação a distância passou a constar do Capítulo dedicado às assembleias especiais de investidores da Resolução (art. 26), não mais constando do instrumento de emissão.

3.46 Alteração no art. 16-F da Instrução CVM 414 (art. 51 – atual art. 30)

Coelho Advogados entende que a instituição de quórum qualificado é ato de liberalidade e discricionário da securitizadora, deixando a estrutura de governança mais flexível, adequada e personalizada para cada operação e, desse modo, sugere alteração no art. 16-F, § 2º.

Pentágono entende que o art.12, § 2º, da Instrução CVM 583, que dispõe sobre a atividade de agente fiduciário, estabelece o quórum de maioria absoluta para algumas matérias. O Art. 16-F, por seu turno, prevê maioria dos presentes, sem dispor sobre hipóteses de quórum qualificado. A fim de evitar conflito, sugere prever que as deliberações da assembleia geral são tomadas por maioria de votos dos presentes, ressalvados os quóruns previstos na lei ou na regulamentação.

A sugestão de Coelho Advogados não foi aceita, dado inexistir vedação para que se estabeleça quórum qualificado: a regra geral, no silêncio do instrumento de emissão, é a deliberação se dar pela maioria dos presentes (art. 30 da Resolução), mas o dispositivo não impõe limites. Tampouco foi aceita sugestão de Pentágono, não somente em virtude do racional já exposto, mas também porque o **caput** do art. 16-F já prevê aprovação pela "maioria dos presentes".

Por fim, ressalte-se que o referido art. 16-F possui redação similar ao art. 26 da Instrução CVM 600, vigente, com algumas alterações pontuais.

3.47 Outros comentários à Instrução CVM 414

Duarte Garcia sugere, como já mencionado anteriormente, que seja incluído na Instrução CVM 414, o conceito de "crédito imobiliário", em linha com o que já foi feito na Instrução CVM 600 para a conceituação de direito creditório do agronegócio apto a lastrear um CRA. Neste sentido, propõe a inserção de um extenso art. 4º-C à norma.

A proposta de definição de crédito imobiliário está fora do escopo da Minuta, de modo que não pôde ser adequadamente debatida junto ao público para poder ensejar uma alteração relevante na regulamentação vigente. Ademais, há que se considerar que o mercado de securitização imobiliária é antigo e possui práticas e jurisprudências administrativa e judicial bem desenvolvidas, capazes de suprir a carência de uma definição positivada em norma. Assim, a sugestão não foi acatada.

Duarte Garcia propõe incluir na Instrução CVM 414 o conceito de revolvência, em linha com o que já existe na Instrução CVM 600. Ressalta a concessão de crédito imobiliário por meio de cédulas de crédito bancário emitidas ao longo do tempo para a aquisição ou reforma de apartamentos (a título exemplificativo), tem se tornado um produto cada vez mais comum, e seria uma estrutura beneficiada com a possibilidade de revolvência do lastro dos CRI, uma vez que a cedente não precisaria aguardar a emissão de todas as CCB ("**warehouse**") para a realização da cessão dos créditos e vinculação a uma emissão de CRI.

A sugestão de Duarte Garcia não foi acatada, consoante boxe do item 3.41, em virtude do entendimento de que, embora sob uma perspectiva econômica possam existir operações de CRI nas quais a revolvência faça sentido, a Lei 9.514 não permite a revolvência de créditos imobiliários em operações de securitização.

3.48 Alteração na Instrução CVM 600 (art. 55 – atual Suplemento A)

Com relação ao art. 9º da Instrução CVM 600, ANBIMA sugeriu que o inciso X faça remissão aos prestadores de serviços de que trata o art. 25 da Minuta, que dispõe sobre os serviços que as companhias securitizadoras deverão contratar e não ao rol (maior) de prestadores de serviços do inciso IX do art. 9º da referida Instrução.

Além disso, ANBIMA requer a exclusão do "percentual anual", por entender que tal termo não se aplica aos títulos de renda fixa, mas apenas aos fundos, não cabendo utilizar a mesma lógica. Ressalta, ainda, que essa informação já consta na demonstração financeira do patrimônio separado, inexistindo necessidade de que esteja prevista no termo de securitização. Lembra que muitas vezes, o valor da emissão pode se alterar ao longo do tempo, enquanto a maioria das despesas são fixas, o que acarreta custos de observância de ajuste do valor anual percentual.

No inciso XIX do mesmo art. 9º da Instrução CVM 600, a associação opina que não é possível assegurar a disponibilidade financeira necessária para a cobrança judicial ou extrajudicial de créditos inadimplidos, de modo que sugere a exclusão de tal trecho do dispositivo.

Optou-se por uma reformulação mais ampla da regulamentação no tocante à contratação de serviços, materializada no Capítulo VII da Resolução, por meio da qual a matéria passa a ser disciplinada em uma regra geral, igualmente oponível a todas as operações de securitização sob a competência da CVM. Para maiores esclarecimentos, ver **box** do item 3.18.

A referida reformulação supera os apontamentos feitos pela ANBIMA quanto ao inciso X, haja vista que a remuneração dos prestadores de serviços passa a ser tratada primordialmente sob o aspecto informacional, como um dado útil para que investidores tomem decisões de investimento, mas que não carece de uma intervenção muito prescritiva do regulador.

Por outro lado, quanto à proposta de alteração do inciso XIX, sobre a disponibilidade financeira necessária para efetuar a cobrança dos recebíveis inadimplidos, considerando que a regulamentação estabelece uma obrigação de meio para as companhias securitizadoras, a sugestão redacional foi considerada adequada e, assim, refletida no inciso XII do art. 2º do Suplemento A.

3.49 Inclusão de novo participante na Instrução CVM 608 sobre multa cominatória - Resolução CVM 47 (atual art. 66)

Tendo em vista que o art. 44 da Minuta sujeita a companhias securitizadoras à multa diária prevista na norma específica que trata das multas cominatórias, a B3 sugere que o Anexo 3 da Instrução CVM nº 608, de 25 de junho de 2019 (“Instrução CVM 608”), seja alterado para contemplar as novas categorias S1 e S2.

A sugestão é pertinente e a alteração à Resolução CVM nº 47, de 31 de agosto de 2021 (“Resolução CVM 47”), nova norma sobre o assunto, foi inserida no art. 66 da Resolução.

3.50 Revogações (atual art. 67)

A partir da vigência da presente Resolução, ficam revogadas as Instruções CVM 414, de 2004, 443, de 2006, 600, de 2018, e 603, de 2018, de modo que as regras aplicáveis às operações de

securitização sejam consolidadas em uma única Resolução e seus Anexos (regras específicas de produtos) e Suplementos (listagens de requisitos).

3.51 Comentários aos Anexos da Minuta

3.51.1 Comentários ao Anexo B (atual Suplemento C)

ANBIMA fez propostas de alteração no Anexo B, que trata do conteúdo do Formulário de Referência da companhia securitizadora. Propôs sugestões pontuais aos itens 7.1.a, inserindo a menção de que os sócios ali mencionados se referem somente aos "controladores", e 7.1.d, em que fez a mesma sugestão e também para que somente as participações societárias iguais ou superiores a 5% sejam informadas, equiparando a redação à da Instrução CVM 480.

A associação sugere que o item 11, que trata das contingências, restrinja-se àquelas da companhia securitizadora. Desse modo, as contingências relacionadas às operações de securitização devem ser informadas no âmbito do informe mensal das emissões, o que levou a associação a fazer sugestões nos itens 11.1, 11.2 e 11.4, todas no sentido de excetuar do formulário da companhia informações mais diretamente ligadas ao patrimônio separado.

A mesma lógica, segundo a proponente, se aplica ao item 12.1.b, que determina que os diretores devem comentar sobre o desempenho de cada série com regime fiduciário, comparando o desempenho esperado e o realizado no período, pelo que sugeriu sua exclusão.

As sugestões de ANBIMA foram acatadas e estão refletidas na versão final da norma.

B3, por sua vez, sugere a inserção, no Anexo B, de um item "6.1.c" com a seguinte redação: "*c. os controles implementados para segregação das atividades exercidas pelas demais pessoas jurídicas do seu grupo econômico*". Propõe também, no mesmo Anexo, o acréscimo dos itens 9.2, 9.3 e 9.5 (renumerando-se os demais itens), tratando da política de negociação, dos mecanismos de controle de informações confidenciais e de políticas, práticas e controles internos

As propostas da B3 foram consideradas pertinentes e, assim, incorporadas ao Suplemento C (item 6.1), que trata do conteúdo do formulário de referência.

Dada a dinâmica da rotina operacional e custos associados à atualização de informações, Eco Securitizadora entende que é necessário determinar um período de "corte" para a atualização das

informações da seção 2.2 do Formulário de Referência e, assim, sugere que as informações sejam atualizadas quando da atualização das informações financeiras da companhia securitizadora. Já no que se refere ao item 5.1.d do Anexo B, a fim de evidenciar o propósito da informação, Eco Securitizadora solicita a determinação e explicitação da metodologia de cálculo e forma de apresentação da **duration** sobre o estoque de operações.

Segundo Eco Securitizadora, a apresentação de uma **duration** calculada para todo o estoque de operações em determinada data não representa benefício informacional para os investidores, tendo em vista que tal métrica seria apresentada de forma mediana ou somada para todas as operações, não refletindo a real exposição de risco de determinada operação. Não obstante, a informação pode ser um indicativo de "prazo mínimo" no qual a companhia possui e obrigações com os investidores e com o mercado.

O pedido de esclarecimentos feito pela participante é pertinente. A propósito, cabe esclarecer que as informações do item 2.2 do formulário de referência (Suplemento C) devem ser atualizadas (i) sempre que for realizada uma nova emissão pública de títulos de securitização; (ii) na ocorrência das outras duas hipóteses previstas no parágrafo único do art. 48; ou (iii) anualmente, nos termos do **caput** do mesmo artigo.

Já no que tange à definição de **duration** para fins de informações no formulário de referência, considerando que os informes mensais das operações de securitização já apresentam a informação de **duration** por operação, bem como reconhecendo que a informação sobre todo o estoque de informações possui pouco valor e pode ser enganosa, optou-se por retirar a informação da regra.

3.51.2 Comentários ao Anexo C (atual Suplemento D)

Eco Securitizadora solicita que seja explicitado qual é o nível de informação que deve ser apresentado nos termos do item 2 do Anexo C, uma vez que os Informes Mensais previstos no Anexo 37 da Instrução CVM 600 já contemplam as informações requeridas, para cada uma das operações existentes. Ademais, opina que a apresentação dessas informações no formulário cadastral seria redundante, de forma que propõe a supressão do item 2 em tela.

Em que pese poderem existir algumas sobreposições, as informações mensais das operações de CRA e as informações cadastrais das companhias securitizadoras não se confundem, pelo que a exclusão sugerida não foi aceita. Cabe dizer que as informações do citado item 2 do formulário cadastral já são

hoje preenchidas no Anexo 22 (Formulário Cadastral) da Instrução CVM 480. Não obstante, foram feitos pequenos aperfeiçoamentos redacionais nos itens 2.1.c, 4 e 4.1.f e excluído o item 2.1.d.

Também foi ajustada a data de confirmação anual das informações cadastrais das companhias securitizadoras no âmbito da Resolução CVM nº 51, de 31 de agosto de 2021, prevendo, tal como hoje ocorre na Instrução CVM 480, que tal validação ocorra até o dia 31 de maio de cada ano.

Cabe mencionar, ademais, que foram excluídas das informações cadastrais exigidas aquelas relativas ao Fax, tendo em vista o desuso de tal ferramenta.

3.51.3 Comentários aos Anexos D, E e F (atuais Suplementos E, F e G)

Com relação aos anexos relacionados às operações de securitização, ANBIMA sugere a criação de apenas um modelo para todos os tipos de produto (CRA, CRI e debêntures), considerando que as diferenças observadas entre os anexos D, E e F são muito pequenas. Assim, o Anexo D poderia valer para todos os produtos, o que simplificaria o processo de análise pelo investidor e o preenchimento pela companhia securitizadora.

Para a diferenciação dos tipos de lastro, a associação sugere que seja utilizada a classificação para CRI e CRA por ela adotada, que foi amplamente discutida pelas companhias securitizadoras e pelos bancos "estruturadores". Finaliza sua manifestação por meio de uma extensa série de sugestões ao conteúdo do Anexo D.

A sugestão de unificação dos Informes Mensais formulada pela ANBIMA não foi acatada, por ser considerado adequado que as especificidades das operações de securitização ensejem pequenas diferenças entre os formulários. Todavia, as sugestões da associação relacionadas a conteúdo inspiraram algumas alterações nos informes mensais das operações.

B3 pleiteia que os Anexos D, E e F sejam acrescidos de informações acerca das características dos lastros, tipos de garantias e a indicação do CNPJ do garantidor. Nesse sentido, sugere a inserção de subitens no item 1 dos Anexos D, E e F com detalhes adicionais, para facilitar a visualização das informações pelos usuários dos informes mensais específicos.

As sugestões foram acatadas e incorporadas ao regime informacional das operações de securitização.

Uqbar, visando dirimir eventuais misturas de conceitos, sugere que a redação do campo 3 dos Anexos D, E e F (Valor dos valores mobiliários/certificados por classe na data-base do Informe) dos respectivos informes mensais seja alterada para refletir que o preenchimento deve se dar com o valor unitário dos títulos. A proponente comenta que a falta de padrão nesse campo tem se avolumado.

Adicionalmente, Uqbar, com base nos recentes desenvolvimentos do mercado, sugere que no Anexo E (informe mensal de CRI) se inclua quatro novas "naturezas" dos direitos creditórios no item 12 do referido Informe Mensal de CRI, além de Incorporação Imobiliária e aluguéis, quais são: aquisição de imóveis; loteamento; multipropriedade e **home equity**.

As sugestões de Uqbar representam refinamentos que foram atendidos pela versão final do regime informacional do mercado de securitização, resultado desta audiência pública. Importante lembrar que os Suplementos E, F e G serão oponíveis, respectivamente, às emissões de CRI, CRA e de outros títulos de securitização, em linha com sugestão dada pela Uqbar constante do item 3.31.

4. Proposta definitiva de resolução

A proposta definitiva de resolução, incorporando as sugestões acatadas, segue em anexo ao presente relatório. Por fim, cabe destacar que tendo em vista a oportunidade representada pela intervenção regulatória, bem como considerando que é conveniente incentivar o desenvolvimento do mercado brasileiro de finanças sustentáveis, foi inserido um dispositivo no Suplemento A tratando do conteúdo informacional da operação de securitização em que seja informada aos investidores a originação de externalidades positivas por meio de aspectos ambientais, sociais ou de governança (ASG).

A CVM se sentiu confortável para adotar essa medida não somente em função da relevância e conhecimento disseminado que a temática ASG desenvolveu desde o início da presente audiência pública, mas também porque pôde se valer das manifestações do público sobre a proposta para os "FIDC Socioambientais", conforme efetuada no âmbito da Audiência Pública SDM 08/20.

Rio de Janeiro, 23 de dezembro de 2021.

Assinado eletronicamente por

ANTONIO CARLOS BERWANGER

Superintendente de Desenvolvimento de Mercado

Assinado eletronicamente por

CLAUDIO MAES

Gerente de Desenvolvimento de Normas - 2