

São Paulo, 30 de outubro de 2020

À

**COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS – CVM**

Rua Sete de Setembro, 111, 23º andar  
Rio de Janeiro, RJ 20050-901

Att: Sr. Antonio Carlos Berwanger

**Superintendência de Desenvolvimento de Mercado (SDM)**

audpublicaSDM0520@cvm.gov.br

Assunto: Edital de Audiência Pública SDM N° 05/2020

Prezados senhores,

O Grupo Isec, do qual faz parte a **ISEC SECURITIZADORA S.A**, sociedade por ações, com sede na cidade de São Paulo, Estado de São Paulo, na Rua Tabapuã, nº 1.123, conjunto nº 215, Itaim Bibi, CEP 04533-004, inscrita no CNPJ sob o nº 08.769.451/0001-08, com seus atos constitutivos arquivados na JUCESP sob o NIRE 35.30.034.094-9 e a **CIBRASEC COMPANHIA BRASILEIRA DE SECURITIZAÇÃO**, sociedade anônima, com sede na cidade de São Paulo, Estado de São Paulo, na Rua Tabapuã, nº 1.123, 21º andar, conjunto 215, Itaim Bibi, inscrita no CNPJ sob o nº 02.105.040/0001-23, ambas companhias securitizadoras de crédito imobiliário e do agronegócio, vêm, respeitosamente, encaminhar, na forma do Anexo A, suas observações e comentários a respeito da audiência pública supramencionada.

Permanecemos à disposição para sanar eventuais dúvidas a respeito do disposto no Anexo A, mediante comunicação via email [ri@isecbrasil.com.br](mailto:ri@isecbrasil.com.br) aos cuidados de Juliane Effting ou Ila Sym.

Atenciosamente,

DocuSigned by:  
  
CD515AE7BCE14FE...  
ISEC SECURITIZADORA S.A

DocuSigned by:  
  
B50CB8E13C274FF...

**CIBRASEC – COMPANHIA BRASILEIRA DE SECURITIZAÇÃO**



**Contribuições ao Edital de Audiência Pública SDM N° 05/2020****1 – artigo 1º e artigo 35º, parágrafo único da minuta**

Da análise da redação do artigo 1º não é possível distinguir se a intenção da autarquia é regular também as securitizadoras financeiras que não têm previsão legal de segregação de patrimônio da operação do patrimônio da securitizadora (como no caso da Lei 9.414/97 e 11.076/04) e que para garantir esse segregação, a estrutura hoje adotada pela maioria das securitizadoras precede da constituição de uma sociedade de propósito específico (SPE) criada unicamente para uma determinada operação de securitização financeira e que adquirirá os créditos financeiros e emitirá uma debênture para fins de captação dos recursos dos investidores. As garantias também são constituídas dentro da estrutura desta SPE em razão do disposto acima.

Assim, o patrimônio da SPE que nada mais é do que a soma dos créditos securitizados e suas garantias, fica automaticamente separado do patrimônio da securitizadora de créditos imobiliários e do agronegócio. Essa estrutura privilegia a segregação do patrimônio constituído pelos créditos e garantias e portanto, os interesses dos investidores naquela securitização.

Nesse sentido, é nosso entendimento que o artigo 1º deveria deixar expresso a condição diferenciada dessas securitizações financeiras mediante a constituição de SPE que não precisariam assim do seu registro na CVM e o cumprimento de todas as obrigações previstas na minuta. Se assim não for, esse tipo de securitização financeira se tornará mais complexo e oneroso e pode inviabilizar referidas operações.

Sugerimos então que a redação do artigo 1º contenha a seguinte redação:

“Art. 1º Esta Resolução disciplina o regime aplicável às companhias securitizadoras **de crédito imobiliário e do agronegócio**, bem como suas emissões públicas de valores mobiliários com lastro em direitos creditórios. **(grifo nosso)**”



## 2 – artigo 2º item VII da minuta – garantias no regime fiduciário

O item VII do artigo 2º da minuta não mencionou as garantias da operação, que devem também fazer parte do regime fiduciário. Nesse sentido, segue abaixo a redação do § 3º do artigo 11 da Lei 9.514/1997 (“Lei 9.514”).

“Art. 11. Os créditos objeto do regime fiduciário:

(...)

**§ 3º A realização dos direitos dos beneficiários limitar-se-á aos créditos imobiliários integrantes do patrimônio separado, salvo se tiverem sido constituídas garantias adicionais por terceiros.” (grifo nosso)**

Com essa redação é claro afirmar que as garantias provenientes do lastro ou outras garantias constituídas a favor da operação fazem parte do patrimônio separado.

## 4 - artigo 18, item VI da minuta – recebimento a prazo

O artigo 18, item VI da minuta estabelece uma vedação ao recebimento a prazo dos recursos das emissões de certificados, mas não conseguimos entender o intuito e o alcance desta vedação. Isto porque não há qualquer vedação deste recebimento a prazo na Lei 9.514/97 que criou o CRI e nem na Lei 11.076/04 que criou o CRA.

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. Uma vez feita a diligência jurídica desses créditos, a Securitizadora notifica o investidor para que realize a integralização de parte suficiente para aquisição dos créditos, e uma vez recebida a integralização dos ativos já subscritos anteriormente pelo investidor, paga o preço da aquisição dos novos créditos.

Outro exemplo importante de mencionar é o caso de operações de securitização imobiliária em fase de obra. Nesses casos, muitas vezes um ou mais investidores subscrevem a totalidade de



CRIs, mas integralizam à medida que o avanço da obra ocorre, contra-cronograma, ou seja, a medida que o incorporador avança com a obra, ele recebe parte do preço da cessão.

Assim sendo, pedimos a gentileza de esclarecer o objetivo e intuito dessa vedação.

## **5 – artigo 2º item VII alínea “c” e artigo 22 § único da minuta – Recursos Excedentes**

Em primeiro lugar, entendemos que a redação proposta dos itens acima mencionados 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 (“Créditos vinculados”) e os recursos decorrentes do benefício econômico obtido com a gestão financeira dos valores recebidos em determinado período de tempo, antes do pagamento previsto (PU mensal ou semestral, por exemplo) de amortização e/ou juros dos Certificados (“Recursos Excedentes”).

Os Recursos Excedentes surgem, por exemplo, da eficiência financeira gerada pela aplicação desses recursos em instrumentos financeiros por um período pré-determinado e como acima mencionado, antes da realização do pagamento ordinário dos certificados. Esse serviço de aplicação financeira muitas vezes não está estabelecido nos documentos da operação de forma expressa, apesar de ter sido utilizada em algumas operações, de forma previamente negociada com as partes da operação, para determinar parte da remuneração da Securitizadora (“Remuneração da Securitizadora”).

Por esse motivo nosso entendimento é que esses Recursos Excedentes não deveriam ser objeto de regulamentação pela autarquia, mas se V.Sas entenderem como necessário este regramento, sugerimos que deixem 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.

Assim, nas operações já realizadas, mas ainda não quitadas, poderá ser mantido o negociado entre as partes em relação a Remuneração da Securitizadora, independente da adequação da norma e seus requisitos a serem estabelecidos.



Importante também destacar que a redação proposta do parágrafo único do artigo 22 pode inviabilizar a Remuneração da Securitizadora, conforme acima exposta, tanto para as novas operações, como para as já existentes. E nos pareceu que este não é o objetivo da norma.

Vejamos o seguinte exemplo:

Em determinada operação, com regime fiduciário, 60% de determinados créditos foram vinculados no Termo de Securitização. Assim, somente fração daqueles créditos (e não 100% do crédito existente) foram vinculados ao CRI e agora passaram a pertencer ao regime fiduciário daquela operação. Nesse exemplo, os outros 40% permaneceriam de titularidade do cedente, mas não foram vinculados àquele CRI.

Uma das condições pré-acordadas no negócio era que os créditos totais (40+60%) caíssem na conta arrecadadora e fossem aplicados em instrumentos financeiros durante todo o período do mês, antes do pagamento da parcela de amortização e juros do CRI.

Ficou também acordado que o benefício econômico gerado pela aplicação mensal acima mencionada ficasse com a securitizadora a título de remuneração pela operação. Como nessa hipótese temos créditos imobiliários que vencem em diversos dias do mês, a aplicação deveria ser diária, gerando uma atividade extra para a Securitizadora, mas também um benefício econômico pela atividade.

Nesse caso, entendemos que a remuneração da securitizadora proposta e aprovada pelos investidores, no momento da celebração dos documentos do CRI, não coloca em risco o pagamento devido aos investidores (60% dos créditos totais), vinculados ao CRI. Esses 60% vinculados ao Termo de Securitização são devidos no mês a mês, e o investidor vai receber os seus 60% naquele mês, desde que os devedores dos créditos imobiliários totais cumpram suas obrigações e deposite na conta centralizadora, o valor devido naquele período.

Apesar do investidor ter direito do recebimento da totalidade dos 60% dos créditos imobiliários, no mês a mês, eles não têm direito, no mês a mês, do recebimento dos Recursos Excedentes, momento em que ele é gerado. Nesse caso, o benefício econômico da aplicação em instrumentos



financeiros não pertence ao titular do CRI e considerando o acordado, não prejudica ou coloca em risco o direito de recebimento da parcela de amortização e juros dos investidores.

Assim, para não gerar interpretações equivocadas do dispositivo, sugerimos que o referido parágrafo seja excluído ou modificado para que comporte o exemplo acima.

## **6 – artigo 23 da Minuta - segregação de atividades**

Em relação ao artigo 23 da minuta, entendemos que resta necessário estabelecer o nível de segregação de atividades, e se possível, com formas de garantir essa segregação para fins da instrução. Como esse tipo de exigência nunca foi feito para securitizadoras não conseguimos visualizar o impacto que a exigência traria ao grupo.

Assim, se V.sa entenderem por bem exigir a segregação de atividades, sugerimos que alguns parâmetros sejam evidenciados na norma a fim de sanar eventuais dúvidas em eventual procedimento de adequação.

## **7 – artigo 25 da minuta – prestadores de serviços**

O artigo 25 trata dos prestadores de serviço obrigatórios para a securitização, bem como outras obrigações da securitizadora, como manter os direitos creditórios e demais ativos vinculados à emissão em (a) entidade administradora de mercado organizado, ou entidade registradora de créditos autorizada ao exercício da atividade pelo Banco Central do Brasil ou (b) custodiados em entidade de custódia autorizada ao exercício da atividade pela CVM.

Resumidamente, a redação do artigo prevê que os créditos imobiliários podem ser registrados de três formas, 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.

Assim sendo, conforme inclusive mencionado no 2.6 dos “Principais Aspectos da Minuta”, o objetivo desta D. Autarquia é permitir a dispensa da contratação do custodiante dos créditos



Porém, nos deparamos aqui com a redação da Lei 9514/97 e da Lei 10.931/04 que exige 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 nos 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.

## **8 – Prazo de entrega dos informes mensais**

A Instrução CVM 414 e a 600 hoje trazem prazos diferentes para entrega pela Securitizadora do informe mensal, ou seja, em até 15 ou 30 dias após o encerramento do mês de referência. Na minuta proposta esse prazo foi padronizado para 15 dias.

Entendemos o motivo da padronização deste prazo para CRA e CRI, mas gostaríamos de ressaltar que o prazo de 15 dias após o encerramento do mês de referência não é o mais adequado já que dependemos 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.

Em razão disso, gostaríamos de sugerir que o prazo padronizado para envio dos relatórios mensais de CRI e CRA sejam de 30 dias após o encerramento do mês de referência.

## **9 — artigo 51 - emissão e série de CRI e CRA**

No artigo 51 da minuta está previsto a inclusão do artigo 4B que dentre outras alterações, pretende incluir o § 3º, abaixo reproduzido:

§ 3º Cada emissão corresponde a um Termo de Securitização de Créditos e correspondente patrimônio separado distinto, devendo as séries da emissão estarem



vinculadas ao mesmo termo de securitização.

Não temos qualquer objeção em relação à exigência feita por esta CVM na minuta, a não ser o fato de que, com essa mudança, será acrescido ao custo de manutenção, por volta de 3 mil reais por mês.

Essa cobrança extra se dará porque as instituições financeiras que contratamos para fins de liquidação e escrituração precificam este serviço por emissão e por série adicional. Por enquanto, como temos várias séries dentro de uma única emissão, o custo mensal por “emissão” é dividido e diluído entre todas as séries.

Caso seja necessária essa segregação por emissão (e séries relacionadas dentro do um único termo de securitização), o custo mensal de cada operação de CRI sofrerá um aumento mensal relevante, podendo inclusive inviabilizar operações já que esse custo mensal durará por todo o período de vida da operação. Esse aumento do custo mensal da operação se dará, pois, as instituições financeiras que oferecem o serviço de banco liquidante e de escrituração precificam seus serviços por emissão. Atualmente, dividimos esse custo fixo mensal por todas as séries emitidas dentro dessa emissão e que não necessariamente estão em um mesmo termo de securitização, mas em vários.

No caso da Isec, temos 212 séries dentro da 4ª emissão de CRIs, por exemplo, com o custo fixo em torno de R\$3.000,00 que é dividido por todas essas séries, o que acaba diluindo essa despesa entre elas, e não impactando o tomador, nesse sentido.

