

Rio de Janeiro, 30 de outubro de 2020

Comissão de Valores Mobiliários - CVM

A/C: Superintendência de Desenvolvimento de Mercado (SDM)

Ref.: Sugestões e comentários sobre o Edital de Audiência Pública SDM Nº 05/2020

Prezados,

A Uqbar Educação e Informação Financeira Avançada (Uqbar) encaminha em anexo seus comentários e sugestões à minuta de regulamentação das companhias securitizadoras de direitos creditórios.

O referido edital é digno de mais elevada estima por parte da Uqbar, pois reforça o compromisso da CVM com a securitização compreendida em seus termos mais amplos, e a coloca como etapa inescapável do desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro. A vindoura regulamentação nivelará as companhias securitizadoras de direitos creditórios, conferindo a estas a devida importância no âmbito do mercado de securitização no Brasil.

Nossos comentários a respeito da minuta emanam de um eixo central: transparência informacional, uma questão bastante cara à Uqbar. Entendemos que o aumento do nível informacional tem o potencial de reduzir consideravelmente os custos de observância das operações de securitização, além de ajudar a mitigar os riscos aos investidores.

Nos mais de 20 anos desde a primeira emissão de CRI, o mercado brasileiro avançou pouco nesse quesito. Se por um lado houve a bem-vinda criação dos Informes Mensais, por outro as iniciativas autônomas dos participantes do mercado e as demandas de investidores foram modestas. Isso nos faz questionar: a securitização via companhias securitizadoras ainda não alcançou seu potencial por conta do déficit informacional, ou o déficit informacional não foi sanado pois o mercado de securitização através destes veículos ainda não deslançou?

Nesse sentido, a referida minuta seria a oportunidade ideal para a CVM resolver esse dilema, aproveitando os recentes avanços tecnológicos e incentivando o mercado na direção da transparência.

Agradecemos desde já a oportunidade de participar deste fórum de discussão democrático e essencial para o desenvolvimento e bom funcionamento do mercado de capitais local. Colocamo-nos à inteira disposição da CVM para quaisquer esclarecimentos que se façam necessários.

Atenciosamente,

Equipe Uqbar

ANEXO

Regime Informacional

1. A Uqbar entende que, sem dúvidas, visando o desenvolvimento sustentável dos mercados aqui abarcados, é necessário que se aprimore a produção e divulgação de dados estratégicos sobre o desempenho do lastro dos títulos. É desejável que os dados de desempenho do lastro sejam informados em formato primário, não mais consolidados pelos próprios agentes emissores, para que se evite entendimentos equivocados por parte da ponta investidora e para que se alcance o tão desejado desenvolvimento do mercado secundário destes títulos. Assim, o papel do emissor da dívida ficaria restrito em garantir a veracidade, atualidade e completude dos dados. Neste sentido, é imperativo que os dados sejam mostrados da maneira mais granular possível, crédito a crédito, e não de forma consolidada, como acontece atualmente com segmentações de caráter mais amplo.

Em se tratando de informações sobre o comportamento dos créditos que servem de lastro aos CRI e aos CRA, que são meramente instrumentos de dívida e cujos devedores quase todos realizam pagamentos em base mensal, não há razão para que estas informações não sejam prestadas em base mensal. Sendo a privacidade dos devedores uma questão de relevo, os dados deveriam ser anonimizados para que não haja a identificação pessoal dos sacados.

Por ora, não sugerimos uma padronização entre esses arquivos, apenas que sejam divulgados e disponibilizados em formato adequado para processamento eletrônico no Fundos.NET e nos sites das securitizadoras. Nos parece cabível supor que uma securitizadora faça um controle digital dos fluxos de recebimento dos recebíveis, e mantenham esses registros em perfeita ordem, de forma que, não havendo padronização, nesse momento, essa adição não implicaria em custo financeiro para as companhias.

2. No desenrolar do acompanhamento periódico das informações disponíveis ao mercado, a Uqbar encontra diversos erros, inconsistências e falta de preenchimento dos dados. Essa situação acaba inviabilizando qualquer trabalho mais analítico relativo a essas operações, pois coloca em questionamento todo o universo informacional sobre o desempenho destas operações. Reforçamos nosso pedido para que a CVM atue decisiva e efetivamente pela coesão, consistência e completude dos dados relatados nos Informes Mensais.

A divulgação de dados e informações, apenas pelo seu caráter obrigatório, sem que possam ser coletados, compilados, analisados e verificados de forma eficiente e confiável por qualquer participante de mercado, não passa de um exercício dispendioso, que não atende aos objetivos buscados em um processo de desenvolvimento de mercado.

3. Visando dirimir eventuais misturas de conceitos, sugerimos que a redação do campo 3 (Valor dos 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. Como a Uqbar acompanha de forma bastante próxima o envio desses relatórios, notamos que a falta de padrão nesse campo tem se avolumado. Abaixo, reproduzimos duas formas

diferentes de preenchimento encontradas para este campo (há também informes com o preenchimento do valor unitário dos títulos).

- Valor Unitário multiplicado pela quantidade de certificados e dividido por mil

Classe	Número da Série	2. Quantidade de certificados por classe na data-base	3. Valor dos certificados por classe na data-base do Informe	4. Rendimentos distribuídos no período	5. Amortizações realizadas no período
Sênior	98	1000000	1.006.033,73	0,00	0,00
Total:		1000000	1.006.033,73	0,00	0,00

- Valor Unitário multiplicado pela quantidade de certificados

Classe	Número da Série	2. Quantidade de certificados por classe na data-base	3. Valor dos certificados por classe na data-base do Informe	4. Rendimentos distribuídos no período	5. Amortizações realizadas no período
Sênior	1	780000	785.851.396,20	0,00	0,00
Total:		780000	785.851.396,20	0,00	0,00

- Com base nos recentes desenvolvimentos do mercado, sugerimos a inclusão de quatro novas “naturezas” dos direitos creditórios no item 12 do Informe Mensal de CRI, além de Incorporação Imobiliária e Aluguéis: *Aquisição de imóveis; Loteamento; Multipropriedade e Home Equity.*

5. **A dicotomia Lastro vs. Garantias**

Ao longo do acompanhamento extensivo e intensivo das operações de securitização por parte da Uqbar, foi possível notar um padrão de operação cuja presença no mercado tem se tornado ostensiva.

Como exemplo, das operações de CRI realizada em 2020, aproximadamente 80% são enquadradas, em nossa classificação, como operações de risco de crédito concentrado, 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, em sua maioria. Ao que tudo indica, estão aderentes à regulação. Grande parcela dessas operações possuem 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 artigos 25 e 28.

Subsidiariamente, para refletir a importância do acompanhamento das garantias nos tipos de operações mencionadas, faz-se necessário a inclusão de item específico no Informe Mensal. Sugerimos que seja um item análogo ao item 12 do informe, no qual constassem o detalhamento das garantias por natureza, prazo de vencimento e inadimplência.

Emissões sem Regime Fiduciário

1. A elevação do padrão informacional para as emissões nas quais não existe regime fiduciário, seja porque não foi instituído, seja porque não é possível juridicamente, é bem-vinda e necessária. Acreditamos, contudo, que a minuta introduz um fator potencialmente danoso ao regime informacional dessas emissões.

Considerando os títulos de securitização e a instituição, ou não, do regime fiduciário, pode-se estabelecer cinco categorias de emissão: CRI com regime fiduciário, CRI sem regime fiduciário, CRA com regime fiduciário, CRA sem regime fiduciário e títulos sem a possibilidade de instituição de regime fiduciário, como debêntures.

Para os CRI e CRA sem regime fiduciário instituído, o preenchimento do 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.

Essa exigência, pelo menos, é o que se depreende da redação do artigo 36.

Atualmente, os Informes Mensais de CRI e CRA já dispõem de campos para a indicação da existência do regime fiduciário. E, de acordo com a minuta, esses campos serão mantidos. Aliás, os respectivos Informe Mensais cumprem bem a tarefa de aliar padronização dos dados entre os diferentes títulos e agregar um conjunto de informações específicas para cada mercado.

Entendemos que o mercado deve dispor do máximo de transparência possível, e isso 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, sugerimos que uma alteração na redação do artigo 36 seja feita para determinar a aplicabilidade do Anexo D apenas às emissões de outros títulos que não sejam CRI e CRA.

Em relação às debêntures, que não contam com a possibilidade de instituição de regime fiduciário, a Uqbar entende que o regime informacional proposto nos termos do Anexo D caracteriza-se como suficiente, sem prejuízo dos comentários do tópico “A dicotomia Lastro vs. Garantias”.

2. Ainda no tema das emissões sem a instituição de regime fiduciário, entendemos 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 entendemos 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. As regras sugeridas poderiam mitigar essa situação.

Abrangência da proposta de norma

A Uqbar entende que a minuta abrange, inclusive, as companhias securitizadoras tais como, por exemplo, a Companhia Paulista de Securitização e outras securitizadoras de créditos financeiros. Contudo, essa abrangência não fica imediatamente clara pela leitura da minuta.

A caracterização de operação de securitização no inciso VI do artigo 2º da minuta não é algo unívoco quando a referência é uma operação de securitização sem regime fiduciário, tais como debêntures, por exemplo.

Para se eximir de cumprir a futura Resolução, uma SPE que securitiza créditos tributários e emite debêntures poderia argumentar que os créditos tributários não compõem o lastro do título, mas sim a garantia da debênture. Assim, por consequência, 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, uma debênture cujo pagamento não está condicionado ao lastro deveria apresentar em sua escritura de emissão algum *disclaimer* para informar esse fato, e também estaria proibida de indicar o contrário em seus materiais de divulgação. Entendemos que isso está além do escopo dessa minuta, porém, a questão precisa ser tratada pelo regulador a fim de que assimetrias no campo informacional sejam mitigadas.

Substituição da companhia securitizadora

A substituição de um emissor de dívida na forma de um título de crédito, mesmo que esse conte com o benefício do regime fiduciário, não é algo comum, e suas implicações ainda precisariam ser melhor entendidas. Com isso em mente, sugerimos que, para a hipótese de substituição da securitizadora prevista no artigo 30 da minuta, seja definido, nos artigos 16-B e 22 das alterações previstas para a ICVM 414 e 600, respectivamente, um quórum mínimo significativo necessário para a aprovação da transferência da companhia securitizadora, especialmente nas hipóteses aventada pelos incisos III e IV. Sugerimos também que este quórum seja um elemento previsto

de forma explícita em cada termo de securitização e em todo material de divulgação da operação.

Prestadores de Serviço

De maneira geral, os prestadores de serviços devem ser contratados para cada uma das operações de securitização. No caso específico do agente fiduciário, sua contratação é obrigatória caso instituído o regime fiduciário. Assim, para fins de clareza, sugerimos que o caput do artigo 25 seja redigido da seguinte forma:

Art. 25. A companhia securitizadora deve contratar os seguintes prestadores de serviços para cada uma das suas emissões:

Além disso, o inciso IV deve prever que a contratação do agente fiduciário não seja obrigatória em operações nas quais não exista regime fiduciário.

Existem duas principais funções de auditoria apontadas na norma: auditoria do patrimônio da securitizadora e de cada um dos patrimônios separados. Nessa toada, caberia também no artigo 25 a definição a respeito de qual das duas funções o artigo se refere (em nosso entendimento, seria a auditoria do patrimônio separado). A mesma empresa de auditoria poderia ser contratada para as duas funções, mas, na opinião da Uqbar esses dois serviços poderiam, de maneira facultativa, ser prestados por duas empresas de auditoria independente diferentes. Se esse entendimento for compartilhado pela CVM sugerimos a respectiva alteração no artigo.

Outros

1. Há um *typo* no artigo 51 da minuta, que altera o inciso XV do parágrafo 10º do artigo 7º da ICVM 414.
2. Em relação ao parágrafo 9 do artigo 7º e ao inciso II do artigo 16-C. da alteração proposta à ICVM 414, entendemos 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, sugerimos 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.
3. Embora não seja uma inovação da presente audiência, entendemos que a possibilidade da securitizadora atuar na distribuição de valores mobiliários de sua própria emissão, sem a contratação de instituição intermediária, deve ser definida em termos mais precisos.

A presente redação, em seu Art. 31, pode induzir a erros. Os R\$ 100 milhões são referentes a cada série da emissão ou a emissão como um todo? Ou são contabilizados de forma acumulada ao longo do tempo?

Nossa proposta é de que o valor seja contabilizado por emissão e de forma independente ao longo do tempo.

4. Acreditamos que seja importante esclarecer quais são as funções comerciais a que se refere o § 2º do Art. 5.
5. Em relação ao artigo 21 da minuta, a Uqbar sugere que o relatório em questão seja tornado público por meio do sistema Empresas.NET.
6. Na alínea e do parágrafo 3º do artigo 39, a menção de subordinação, sobrecolateralização e coobrigação como garantias não é precisa. Caso o desejo do órgão regulador seja enfatizar as garantias, sugerimos 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, sugerimos que a palavra garantia seja substituída por “reforços de crédito” ou retirada da alínea.
7. A obrigatoriedade do relatório de classificação de risco por ofertas direcionadas ao varejo deveria ser questionada. Em nossa opinião, a existência e a frequência de elaboração do relatório de classificação de risco deveriam ser algo livremente pactuado entre investidores, securitizadora e agência.
8. Quanto ao inciso X do parágrafo 8º do artigo 4-B ressaltamos que, além da definição da periodicidade da apuração e divulgação do índice de subordinação, o item também deve exigir que o Termo de Securitização explicita claramente a fórmula adotada para o cálculo de tal índice.
9. Para fins de clareza, e para resguardar a liberdade de contratação de prestadores de serviços por parte das securitizadoras, sugerimos que o parágrafo 2º do artigo 26 seja redigido da seguinte forma:
“As obrigações da companhia securitizadora incluem, mas não estão limitadas a:”
10. A respeito da apropriação dos recursos pela companhia securitizadora, entendemos que o parágrafo único do artigo 22, à luz do artigo 17 da minuta, acaba por se tornar supérfluo. Não colocar em risco o pagamento dos investidores é algo que se depreende, diretamente, do artigo 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 artigo 22 pretende estabelecer. Sugerimos a retirada desse parágrafo da minuta.