

São Paulo, 30 de outubro de 2020

Superintendência de Desenvolvimento de Mercado – SDM
Comissão de Valores Mobiliários – CVM
Rua Sete de Setembro, 111, 23º andar
Rio de Janeiro – RJ
via e-mail: audpublicaSDM0520@cvm.gov.br

Ref.: Edital de Audiência Pública SDM nº 05/20

Prezados Senhores,

VAZ, BURANELLO, SHINGAKI E OIOLI ADVOGADOS vem, pela presente, e submeter à apreciação de V.Sas. sugestões e comentários à minuta de Resolução (“Minuta”) proposta pela Comissão de Valores Mobiliários (“CVM” ou “Autarquia”) para regulamentar o registro das companhias securitizadoras perante a CVM, no âmbito da Audiência Pública SDM nº 05/20 (“Audiência”), conforme abaixo:

1. Delimitação do escopo da norma proposta. Entendemos que a redação originalmente proposta pela CVM poderia ser aprimorada no sentido de esclarecer que as companhias securitizadoras que não realizem oferta pública de valores mobiliários ou tenham valores mobiliários admitidos à negociação em mercado secundário não estão sujeitas às disposições da resolução em discussão. Este ajuste está alinhado com as competências legais da CVM e busca tão somente esclarecer o escopo de incidência da norma, sem, no entanto, consistir em modificação substancial do regramento proposto.

Texto Original	Texto Sugerido
<p data-bbox="212 691 1077 834">Art. 1º Esta Resolução disciplina o regime aplicável às companhias securitizadoras, bem como suas emissões públicas de valores mobiliários com lastro em direitos creditórios.</p> <p data-bbox="212 914 1077 1121">Parágrafo único. Esta Resolução não afasta a observância a outras normas aplicáveis no caso de emissão, pelas companhias securitizadoras, de valores mobiliários que não configurem operações de securitização.</p>	<p data-bbox="1153 691 2018 834">Art. 1º A negociação de títulos de securitização em mercados regulamentados, no Brasil, depende de prévio registro da respectiva companhia securitizadora emissora na CVM.</p> <p data-bbox="1153 914 2018 1121">Parágrafo 1º. Esta Resolução não afasta a observância a outras normas aplicáveis no caso de emissão, pelas companhias securitizadoras, de valores mobiliários que não configurem operações de securitização.</p> <p data-bbox="1153 1201 2018 1345">Parágrafo 2º. Somente poderão ser objeto de oferta pública os títulos de securitização de emissão das companhias securitizadoras registradas na forma da presente Resolução.</p>

2. Assembleias de investidores. A norma em audiência pública propõe a adoção da terminologia “assembleia especial de investidores” para os conclaves de titulares dos valores mobiliários emitidos no âmbito de operações de securitização. Sugerimos que a expressão adotada seja “assembleia geral de investidores”, em linha com a terminologia habitualmente utilizada na regulamentação adotada pela CVM em outras normas (por exemplo, na Instrução CVM nº 600, de 1º de agosto de 2018).

Texto Original	Texto Sugerido
Art. 2º Para fins da presente Resolução, entende-se por: (...) II – assembleia especial de investidores: assembleia dos titulares de valores mobiliários emitidos pelas companhias securitizadoras que configurem operações de securitização;	Art. 2º Para fins da presente Resolução, entende-se por: (...) II – assembleia geral de investidores: assembleia dos titulares de valores mobiliários emitidos pelas companhias securitizadoras que configurem operações de securitização;

3. Definição de companhia securitizadora. Sugerimos pequeno ajuste na definição de companhia securitizadora para esclarecer que o objeto social destas companhias deve ser restrito à realização de operações de securitização e atividades diretamente correlatas.

Texto Original	Texto Sugerido
Art. 2º Para fins da presente Resolução, entende-se por: (...)	Art. 2º Para fins da presente Resolução, entende-se por: (...)

III – companhia securitizadora: companhia com propósito de realização de operações de securitização, tal como definido no inciso VI;	III – companhia securitizadora: companhia cujo objeto social consiste na realização de operações de securitização e atividades diretamente correlatas, tal como definido no inciso VI;
--	--

4. Definição de coobrigação. A norma em discussão 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 outras formas de retenção de risco de crédito, tais como obrigações de recompra de direitos creditórios, sobrecolateralização (excesso de lastro) ou excesso de *spread* (diferença positiva entre (i) os juros pagos pela carteira cedida de direitos creditórios e/ou taxa de desconto praticada na cessão à companhia securitizadora e (ii) os juros pactuados no âmbito dos títulos de securitização); obrigação de adquirir títulos de classe subordinada; etc.

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, ao contrário do texto originalmente proposto.

Deste modo, sugerimos que a definição seja centrada na retenção de risco, e não em um de seus mecanismos, conforme redação abaixo.

Texto Original	Texto Sugerido
----------------	----------------

<p>Art. 2º Para fins da presente Resolução, entende-se por:</p> <p>(...)</p> <p>IV – coobrigação: obrigação contratual ou qualquer outra forma de retenção substancial ou parcial do risco de crédito dos valores mobiliários, assumida pelo cedente ou terceiro, em que a totalidade ou parcela dos riscos de exposição à variação do fluxo de caixa remanesçam com o cedente ou terceiro;</p>	<p>Art. 2º Para fins da presente Resolução, entende-se por:</p> <p>(...)</p> <p>IV – retenção de risco: qualquer obrigação contratual ou mecanismo estrutural adotados no âmbito de operação de securitização por meio do qual o cedente ou terceiro retém, total ou parcialmente, o risco de crédito decorrente da exposição à variação do fluxo de caixa dos direitos creditórios que lastreiam a operação de securitização;</p>
---	--

5. Definição de regime fiduciário. A norma proposta por essa D. Autarquia estabelece como uma das características do regime fiduciário constituído no âmbito de operação de securitização a constituição de cessão fiduciária sobre os direitos creditórios que constituem o respectivo lastro.

Contudo, ressaltamos que a legislação relativa ao tema (i) não estabelece que a cessão fiduciária dos direitos creditórios é um efeito automaticamente decorrente da constituição do regime fiduciário; e (ii) não estabelece obrigação de constituição de cessão fiduciária em relação aos direitos creditórios lastreadores da operação de securitização.

Em que pese ser possível haver a constituição de cessão fiduciária sobre os direitos creditórios integrantes do lastro, não seria necessário estabelecer em norma infralegal obrigação de constituição desta garantia sobre o lastro, tendo em vista, de um lado, a amplitude das

proteções já legalmente conferidas em decorrência da própria instituição do regime fiduciário¹ e, de outro, que a constituição de cessão fiduciária em garantia atrai custos adicionais de registro em cartório de títulos e documentos.

Texto Original	Texto Sugerido
<p>Art. 2º Para fins da presente Resolução, entende-se por:</p> <p>(...)</p> <p>VII – regime fiduciário: regime instituído sobre o lastro da emissão de valores mobiliários, reconhecido por lei, mediante declaração unilateral da companhia securitizadora no termo de securitização, que apresente, cumulativamente, as seguintes características:</p> <ul style="list-style-type: none">a) a constituição de cessão fiduciária sobre os direitos creditórios que lastreiem a emissão;b) a afetação dos direitos creditórios como lastro da respectiva emissão de valores mobiliários;c) a constituição de patrimônio separado, integrado, pela totalidade dos direitos creditórios submetidos ao regime fiduciário que lastreiem a emissão, assim como os recursos	<p>Art. 2º Para fins da presente Resolução, entende-se por:</p> <p>(...)</p> <p>VII – regime fiduciário: regime instituído sobre o lastro da emissão de valores mobiliários, reconhecido por lei, mediante declaração unilateral da companhia securitizadora no termo de securitização, que apresente, cumulativamente, as seguintes características:</p> <ul style="list-style-type: none">a) a afetação dos direitos creditórios como lastro da respectiva emissão de valores mobiliários;b) 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;c) a nomeação de agente fiduciário, com a definição de seus

¹ Conforme dispostas no artigo 11 da Lei nº 9.514, de 20 de novembro de 1997, conforme alterada.

<p>financeiros deles decorrentes;</p> <p>d) a nomeação de agente fiduciário, com a definição de seus deveres, responsabilidades e remuneração, bem como as hipóteses, condições e forma de sua destituição ou substituição e as demais condições de sua atuação; e</p> <p>e) a definição da forma de liquidação do patrimônio separado.</p>	<p>deveres, responsabilidades e remuneração, bem como as hipóteses, condições e forma de sua destituição ou substituição e as demais condições de sua atuação; e</p> <p>d) a definição da forma de liquidação do patrimônio separado.</p>
---	---

6. Definição de títulos de securitização. Sugerimos incluir na Minuta definição de títulos de securitização, para utilização ao longo da norma, facilitando a sua interpretação. A definição possui caráter eminentemente instrumental, com o intuito de facilitar a compreensão da norma.

Deste modo, entendemos que será facilitada ao intérprete a compreensão de quando o regulador pretendeu se referir a títulos emitidos no âmbito de operações de securitização de outros valores mobiliários emitidos ou passíveis de emissão pelas companhias securitizadoras.

De modo complementar, sugerimos que a expressão “valores mobiliários” seja substituída por “títulos de securitização” ao longo da norma, onde cabível.

Texto Original	Texto Sugerido
N/A	Art. 2º Para fins da presente Resolução, entende-se por: (...) VIII – títulos de securitização: valores mobiliários emitidos por companhias securitizadoras no âmbito de operações de securitização.

7. Procedimento de registro. Sugerimos que a sistemática de prazos e troca de informações entre a companhia securitizadora 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”).

Este procedimento já é amplamente conhecido e praticado pelo mercado, e entendemos ser desejável que haja similaridade entre ambos os procedimentos (i.e., aquele previsto na Instrução CVM nº 480/09 e aquele aplicável às companhias securitizadoras).

Texto Original	Texto Sugerido
Art. 7º Após o recebimento de todos os documentos necessários à concessão do registro, a SIN tem 40 (quarenta) dias para analisar o pedido, contados da data do protocolo do último documento que complete a instrução do pedido de registro, observado que serão	Art. 7º Após o recebimento de todos os documentos necessários à concessão do registro, a SIN tem 40 (quarenta) dias para analisar o pedido, contados da data do protocolo do último documento que complete a instrução do pedido de registro.

desconsideradas minutas e quaisquer outros documentos que contenham lacunas cujo preenchimento, a critério da SIN, seja relevante para a análise do pedido.

§ 1º O prazo de que trata este artigo pode ser suspenso uma vez, se houver necessidade de informações ou documentos para a complementação da instrução do pedido de registro, conforme solicitação da SIN.

§ 2º A requerente tem 20 (vinte) dias para cumprir as exigências formuladas pela SIN.

§ 3º O prazo para o cumprimento das exigências pode ser prorrogado, uma única vez, por 10 (dez) dias, mediante pedido prévio e fundamentado formulado pela requerente à SIN.

§ 4º A SIN deve se manifestar a respeito do atendimento das exigências e do deferimento do pedido de registro no prazo de 15 (quinze) dias.

§ 1º A requerente tem 20 (vinte) dias para cumprir as exigências formuladas pela SIN.

§ 2º O prazo para o cumprimento das exigências pode ser prorrogado, uma única vez, por 10 (dez) dias, mediante pedido prévio e fundamentado formulado pela requerente à SIN.

§ 3º A SIN deve se manifestar a respeito do atendimento das exigências e do deferimento do pedido de registro no prazo de 15 (quinze) dias.

§ 4º Caso as exigências não tenham sido atendidas, a SIN, no prazo estabelecido no § 3º, enviará ofício ao requerente com a indicação das exigências que não foram consideradas atendidas.

§ 5º No prazo de 10 (dez) dias contados do recebimento do ofício de que trata o § 4º o requerente poderá cumprir as exigências que não foram consideradas atendidas.

§ 5º Na hipótese de ocorrência de fato novo durante a instrução do processo, pode ser admitida nova suspensão do prazo pela SIN, que deverá enviar ofício à requerente, com a solicitação dos esclarecimentos e documentos necessários.

§ 6º No prazo de 10 (dez) dias contado do recebimento do ofício de que trata o § 5º, a requerente deve cumprir a referida solicitação.

§ 7º A SIN deve então se manifestar a respeito do atendimento das exigências e do deferimento do pedido de registro no no prazo de 5 (cinco) dias.

§ 8º A inobservância dos prazos mencionados nos §§ 2º, 3º e 6º implica indeferimento automático do pedido de registro.

§ 9º A ausência de manifestação da SIN nos prazos mencionados no caput, §§ 4º e 7º implica deferimento automático do pedido de registro.

§ 6º O prazo para manifestação da SIN a respeito do cumprimento das exigências em atendimento ao ofício mencionado no § 3º e do deferimento do pedido de registro é de 10 (dez) dias, contados da data do protocolo.

§ 7º A inobservância dos prazos mencionados nos §§ 1º, 2º e 5º implica indeferimento automático do pedido de registro.

§ 8º A ausência de manifestação da SIN nos prazos mencionados no *caput*, §§ 3º e 6º implica deferimento automático do pedido de registro.

8. Registro de companhias securitizadoras integrantes de um mesmo grupo econômico e compartilhamento de estruturas. É sabido que as companhias securitizadoras que realizam operações de securitização que não tenham como direitos creditórios lastreadores aqueles referidos nas Leis nº 9.514/97 e 11.076/04 não contam com a possibilidade de instituição de regime fiduciário e, conseqüentemente, de patrimônios separados atrelados a cada operação de securitização.

Esta situação impacta a estrutura das operações de securitização e o próprio funcionamento das companhias securitizadoras. Com efeito, com relação às operações de securitização em que não há permissão legal para instituição de regime fiduciário, é comum que sejam constituídas companhias securitizadoras para uma única operação de securitização, ou para poucas transações com lastro similar.

Referidas companhias securitizadoras, embora societariamente autônomas, possuem em geral a mesma estrutura acionária e compartilham funcionários, sistemas, *softwares* e demais funcionalidades necessárias para a realização e manutenção das operações de securitização, consistindo em simples veículos para a

Em decorrência disso, a aplicação da Minuta, conforme proposta, exigiria que cada uma destas companhias securitizadoras obtivesse o registro na categoria S2, elaborando a documentação referida na Minuta de forma individual e se submetendo aos prazos de análise dispostos na norma em audiência.

Em nossa visão, a manutenção desta sistemática poderia acarretar um substancial aumento do custo de observância aplicável a operações de securitização que não sejam de natureza imobiliária ou do agronegócio, desestimulando sua realização sem a contrapartida de uma maior proteção aos investidores ou ao mercado.

Como alternativa, propomos que seja permitida a divulgação conjunta de informações por companhias securitizadoras que possuam controle comum, assim como a utilização de políticas e estruturas comuns voltadas ao cumprimento das regras dispostas na Minuta, conforme sugerido abaixo:

Texto Original	Texto Sugerido
N/A	<p data-bbox="1155 576 1312 608">“Art. 4º (...)</p> <p data-bbox="1155 687 2018 1062">Parágrafo Único. Caso a companhia securitizadora requerente de registro esteja sob o controle comum de companhia securitizadora já registrada perante a CVM na categoria S1 ou na categoria S2, o registro na categoria S1 ou S2 será concedido pela CVM mediante apresentação dos documentos identificados nos artigos 1º e 2º do Anexo A, conforme o caso, observado que:</p> <p data-bbox="1155 1142 2018 1350">I – os diretores estatutários responsáveis exigidos na presente Resolução poderão ser os mesmos já indicados para a companhia securitizadora já registrada sob controle comum da requerente;</p>

II – as companhias securitizadoras referidas no Parágrafo Único podem compartilhar as políticas, regras e controles internos de adoção obrigatória nos termos da presente Resolução, a que se refere o artigo 34, inciso III, desta Resolução, assim como o Código de Ética a que se refere o inciso II do mesmo artigo;

III – as companhias securitizadoras referidas no Parágrafo Único podem compartilhar todas as estruturas e recursos destinados ao cumprimento das normas dispostas na presente Resolução, assim como das políticas, regras e controles internos de adoção obrigatória nos termos da presente Resolução;

IV – o Formulário de Referência a ser submetido pelas companhias securitizadoras referidas no Parágrafo Único poderá ser elaborado e apresentado de forma conjunta, uma única vez, de forma que cada companhia securitizadora destinada à realização de uma única operação de securitização seja apresentada no Formulário de Referência em questão nos moldes adotados para os patrimônios separados;

	<p>VI - o relatório a que se refere o artigo 21 da presente Resolução pode ser elaborado de forma conjunta para todas as companhias securitizadoras referidas no Parágrafo Único.</p>
N/A	<p>Art. 7º (...) (...)</p> <p>§ 10 Caso a requerente seja a companhia securitizadora a que se refere o Parágrafo Único do Art. 4º, e desde que todas as companhias securitizadoras registradas perante a CVM que estejam sob controle comum em relação à requerente se encontrem em integral cumprimento das disposições cadastrais e informacionais dispostas na presente Resolução, o registro na categoria S1 ou S2 será concedido no prazo de 5 (cinco) dias úteis contados da apresentação do requerimento devidamente instruído com todos os documentos e informações requeridos por esta norma, em sua versão final.</p> <p>§ 11 Na hipótese do § 10 acima, caso haja qualquer pendência cadastral ou informacional relativa ao registro de qualquer das companhias securitizadoras registradas perante a CVM que</p>

	<p>estejam sob controle comum em relação à requerente, ou caso a CVM entenda que qualquer dos documentos apresentados pela requerente demanda alteração ou complementação, aplicar-se-ão os prazos dispostos no caput e §§ 1º a 9º da presente Resolução.</p>
<p>Art. 23. A companhia securitizadora deve manter suas atividades segregadas das atividades exercidas pelas demais pessoas jurídicas do seu grupo econômico.</p>	<p>Art. 23. A companhia securitizadora deve manter suas atividades de securitização segregadas das atividades exercidas pelas demais pessoas jurídicas do seu grupo econômico, com as quais haja potencial conflito de interesses, sem prejuízo da possibilidade de compartilhamento de estruturas voltadas às atividades de securitização por companhias securitizadoras diferentes integrantes de um mesmo grupo econômico.</p>

9. Aquisição de direitos creditórios de partes relacionadas. A Minuta prevê vedação a todas as companhias securitizadoras registradas na CVM de adquirir direitos creditórios ou subscrever títulos de dívida originados ou emitidos, direta ou indiretamente, de partes relacionadas.

Entendemos que a intenção da CVM com a inclusão desta previsão seria evitar operações de securitização em que se verifique a ocorrência de conflitos de interesse entre cedente e securitizadora, notadamente as estruturas “originar para distribuir” (*originate to distribute*).

Neste sentido, entendemos 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.

Com efeito, embora se reconheça a existência de potenciais conflitos de interesse nesse tipo de estrutura, nos parece que a adoção de algumas precauções pode ser suficiente para mitigar o risco de prejuízo ao investidor. Por exemplo, a IOSCO – *International Organization of Securities Commissions* preconiza a utilização de mecanismos de retenção de risco como principal forma de mitigação deste potencial conflito de interesses (*skin in the game*)².

Neste sentido, tanto a legislação norte-americana (*Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act*) quanto o Regulamento (UE) 2017/2402, que regula a securitização de recebíveis no mercado europeu, de um modo geral e sujeito a exceções específicas exigem que o cedente mantenha uma exposição de risco de 5% (cinco) por cento sobre a carteira de recebíveis cedidos – e não a retenção total de riscos dos direitos creditórios cedidos.

Desta forma, tendo em vista que a existência de um potencial conflito de interesses entre o cedente dos direitos creditórios e os investidores que adquirem os títulos de securitização é uma característica própria e inerente das operações de securitização, sugerimos que seja flexibilizada a proibição total de aquisição de direitos creditórios cedidos ou originados por partes relacionadas à companhia securitizadora, em vista de circunstâncias que possam mitigar tal conflito.

² IOSCO, The Board of the International Organization of Securities Commissions. *Global Developments in Securitisation Regulation – Final Report*. Madrid: International Organization of Securities Commissions, 2012. Disponível em <<http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD394.pdf>>.

Estas circunstâncias envolveriam a restrição do público-alvo deste tipo de transação, assim como a devida informação tanto a respeito do potencial conflito de interesses, quanto dos mecanismos e expedientes mitigadores, inclusive eventual retenção de risco (não obrigatória).

Além disso, propomos que a redação relativa à originação de direitos creditórios “direta ou indireta”, assim como subscrição de títulos de emissão “direta ou indireta” seja suprimido. Em nosso entendimento, “originar” um direito creditório consiste, justamente, em “dar origem” ao direito creditório, na condição de credor original. Não seria juridicamente possível, portanto, “originar indiretamente” um direito creditório.

Como alternativa, propomos que a restrição se aplique, de modo objetivo, à aquisição, pela companhia securitizadora, de direitos creditórios de que o cedente ou o credor original sejam partes relacionadas à companhia securitizadora, eliminando qualquer análise subjetiva ou dificuldades 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”.

Texto Original	Texto Sugerido
Art. 18. É vedado à companhia securitizadora: I – adquirir direitos creditórios ou subscrever títulos de dívida originados ou emitidos, direta ou indiretamente, por partes a ela relacionadas, com o propósito de lastrear suas emissões, salvo:	Art. 18. É vedado à companhia securitizadora: I – com o propósito de lastrear títulos de securitização, adquirir direitos creditórios cedidos por parte relacionada à companhia securitizadora ou dos quais tal parte relacionada tenha sido credora original, ou subscrever títulos de dívida emitidos por partes

<p>a) no caso de ofertas destinadas exclusivamente a sociedades que integram o seu grupo econômico; ou</p> <p>b) quando as partes relacionadas forem instituições financeiras;</p> <p>(...)</p>	<p>relacionadas à companhia securitizadora, salvo:</p> <p>a) no caso de ofertas destinadas exclusivamente a sociedades que integram o seu grupo econômico;</p> <p>b) quando as partes relacionadas forem instituições financeiras;</p> <p>ou</p> <p>c) no caso de ofertas que sejam destinadas exclusivamente a investidores profissionais, e desde que (1) esta circunstância seja informada de modo expreso ao investidor no instrumento de emissão dos títulos de securitização, assim como os respectivos fatores de risco; (2) sejam adotados mecanismos que promovam efetiva mitigação de eventual conflito de interesse, os quais devem ser passíveis de verificação e informados aos investidores no instrumento de emissão dos títulos de securitização.</p> <p>(...)</p>
---	--

Esperamos que nossas sugestões possam contribuir positivamente para o aperfeiçoamento da regulação e o desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro, para o qual o trabalho dessa D. Autarquia tem sido de inestimável importância.

VBSO ADVOGADOS

Aproveitamos a oportunidade para renovar nossos protestos de estima e consideração.

Atenciosamente,

VAZ, BURANELLO, SHINGAKI E OIOLI ADVOGADOS