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

Ofício Interno nº 1/2025/CVM/SSE/SSE-Assessoria

São Paulo, na data da assinatura eletrônica.

De: SSE
Para: SGE

Assunto: **Consulta formulada pela Anbima acerca da interpretação dos artigos 43-A e 51 da Resolução CVM nº 60/21 - Processo CVM nº 19957.019375/2024-58.**

Senhor Superintendente Geral,

1. Trata-se de Consulta formulada pela Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais (“Anbima” ou “Consulente”) acerca da interpretação dos dispositivos da Resolução nº 60/21 (“RCVM 60” ou “Norma”) e da Resolução CVM nº 160 (“RCVM 160”) que regulamentam a *“(i) apresentação de demonstrações financeiras pelos devedores ou coobrigados responsáveis pelo pagamento de mais de 20% (vinte por cento) dos direitos creditórios; (ii) apresentação de informações financeiras para pessoas físicas; e (iii) apresentação de demonstrações financeiras consolidadas”.*

CONSULTA

2. Segundo a Consulente, a presente consulta tem por objeto contribuir com sugestões técnicas baseadas “*em discussões consensuadas de mercado, com objetivo de garantir maior segurança aos players de mercado de capitais”,* bem como a proteção aos investidores, notadamente, em relação a determinados requisitos específicos da RCVM 160 e da RCVM 60 que dispõem sobre “*a apresentação e a divulgação das demonstrações financeiras* (“DF”) *dos devedores e coobrigados de operações de securitização*”.

3. Primeiramente, observa a Consulente, o *“item 12.3 do Anexo E da Resolução CVM 160,* [i.e.,] *o prospecto de securitização das ofertas públicas de valores mobiliários representativos de operações de securitização, que tenham como alvo investidores qualificados ou o público em geral, deve conter as demonstrações financeiras relativas ao último exercício social “de devedores ou coobrigados responsáveis por mais de 20% (vinte por cento) dos direitos creditórios”* [...]*. Tais demonstrações financeiras devem ser elaboradas em conformidade com a Lei 6.404, de 15 de dezembro de 1976 (“Lei das S.A.”) e auditadas por auditor*

independente registrado na CVM”.

4. A RCVM 60, por sua vez, traz no artigo 43-A *“que para a definição da concentração, equipara-se ao devedor ou seu coobrigado o seu acionista controlador, as sociedades por eles direta ou indiretamente controladas, suas coligadas e sociedades sob controle comum (portanto, somando-se as respectivas responsabilidades para atingimento do limite regulatório). Ademais, o art. 51 prevê a obrigação de envio anual, pelas companhias securitizadoras, de demonstrações financeiras auditadas atualizadas dos devedores ou coobrigados, com critério semelhante de concentração*”.

5. Já os critérios, estabelecidos na RCVM 60, para a dispensa da apresentação das DF se aplicam quando *“(i) os devedores ou coobrigados forem (i.a) companhia aberta; ou (i.b) instituição financeira ou equiparada; e/ou (ii) a oferta tenha como público-alvo exclusivamente (ii.a) sociedades integrantes do mesmo grupo econômico, e seus respectivos administradores e acionistas controladores, sendo vedada a negociação dos títulos de securitização no mercado secundário; ou (ii.b) investidores profissionais”.*

6. Nesse sentido, relativamente aos pontos *“elencados acima, que versam sobre obrigações de apresentação de demonstrações financeiras de devedores ou coobrigados* [...] *o mercado tem se deparado com algumas inseguranças com relação à aplicação de referidos dispositivos normativos em determinados casos*”; que são explicitados pela Consulente a seguir:

> "*1. APRESENTAÇÃO DAS DEMONSTRAÇÕES FINANCEIRAS CONSOLIDADAS.*
>
> *Primeiramente, existe a incerteza quanto à questão relativa à apresentação de demonstrações financeiras para devedores e seus coobrigados respectivos para casos em que um dos agentes (devedor ou coobrigado) é subsidiária do segundo, de forma que ao olhar a demonstração financeira do agente controlador, seria possível aferir não apenas a saúde financeira própria, mas também da empresa subsidiária. Neste caso, poderíamos ter, por exemplo, empresas de um mesmo grupo econômico, onde o devedor do lastro do Certificado de Recebíveis é empresa subsidiária ao coobrigado desta mesma operação, sendo este coobrigado companhia aberta com demonstrações financeiras consolidadas auditadas ou mesmo uma Companhia Fechada que tenha apresentado suas demonstrações financeiras nos termos previstos na Resolução CVM 60. Neste caso, o entendimento do mercado é que o risco de crédito da operação pode ser integralmente analisado com apenas uma demonstração financeira consolidada, a da empresa controladora. Gostaríamos de confirmar se este entendimento está correto.*
>
> *2 . CUMULATIVIDADE OU ALTERNATIVIDADE DA APRESENTAÇÃO DE DEMONSTRAÇÕES FINANCEIRAS.*
>
> *Um outro aspecto de incerteza interpretativa tem sido quanto à necessidade de cumprimento, cumulativo ou alternativo, da exigência de apresentação (e atualização) de demonstrações financeiras no caso de tanto o devedor quanto seu coobrigado responderem por mais de 20% (vinte por cento) do risco de crédito da oferta. Entendemos a preocupação do regulador quanto a preservação do princípio da publicidade, para garantir ao investidor o máximo de informações sobre os riscos que o ativo está sujeito. Vale destacar que esse cenário é costumeiramente o mais usual, pois quando um devedor responder por mais de 20% (vinte por cento) do crédito garantido, espera-se que seu(s) coobrigado(s) assumam todo o valor devido, fazendo com que também superem o limite de concentração normativo.*
>
> *A divergência surge ainda na vigência da Instrução CVM 414 e a despeito de a*

Instrução CVM 400 ter previsto, em seu Anexo III-A, a obrigação de apresentação das demonstrações financeiras pelos devedores ou coobrigados responsáveis por mais de 20% dos direitos creditórios.

Em Ofício Circular publicado em 2018 (item 35.8.10) a SRE estabeleceu que, caso o limite de concentração de 20% seja ultrapassado tanto pelo devedor, quanto pelo coobrigado, as demonstrações financeiras de ambos deveriam ser anexadas ao prospecto, pois nessa situação o investidor também estaria exposto ao risco do coobrigado, o que seria diferente de estar exposto ao risco de apenas um ou de outro isoladamente.

Ainda em 2018, o Colegiado por unanimidade, acompanhando a manifestação da área técnica consubstanciada no Memorando nº 51/2018-CVM/SRE/GER-1, deliberou pelo indeferimento do pedido de dispensa da entrega dos documentos do devedor, quando apenas o coobrigado possuía demonstrações financeiras auditadas. Em sua análise, a SRE destacou seu entendimento de que a utilização do conector "ou" na redação da referida norma não implicaria na opcionalidade defendida pela ofertante, e que, para além dessa questão gramatical, deveria prevalecer a interpretação mais razoável em termos de avaliação de risco por parte do investidor.

Contudo, a evolução posterior dos normativos da CVM e das práticas de mercado permitem reavaliação do tema, a iniciar com a Resolução CVM 60, que trouxe nova redação a essa exigência nos Anexos Normativos relativos ao CRI e ao CRA, respectivamente:

> *"Art. 2º Os créditos imobiliários que lastreiam a emissão de CRI devem possuir um limite de concentração de 20% (vinte por cento) por devedor ou coobrigado. § 1º O percentual previsto no caput pode ser excedido quando o devedor ou coobrigado: (...) III – seja entidade que tenha suas demonstrações financeiras relativas ao exercício social imediatamente anterior (...) auditadas por auditor independente registrado na CVM".*
>
> *"Art. 3º As emissões públicas de CRA devem: (...) III – possuir devedores ou coobrigados que possuam, direta ou indiretamente, exposição máxima equivalente a 20% (vinte por cento) do valor da emissão, salvo se o devedor ou coobrigado for: (...) c) entidade que tenha suas demonstrações financeiras relativas ao exercício social imediatamente anterior (...) auditadas por auditor independente registrado na CVM". (sem ênfases nos originais)*"

Como se verifica acima, embora o conectivo "ou" mantivesse a dúvida quanto à correta interpretação gramatical desses dispositivos, seria ainda possível cogitar a interpretação da regra como cumulativa, na medida em que o limite de concentração devesse ser observado "por" (ou seja, para cada) pessoa, no caso de CRI, o que, por coesão da interpretação da norma, estenderia essa interpretação aos CRA.

Ocorre que a Resolução CVM 194 revogou os dispositivos acima, trazendo novas regras nos arts. 43-A e 51 do corpo principal da Resolução CVM 60. Essas novas regras, ao que se depreende da Justificativa de Dispensa de Análise de Impacto Regulatório referente à Resolução CVM 194, parecem indicar que, a partir do seu advento, o envio de apenas uma das demonstrações financeiras (do devedor ou coobrigado) seria suficiente para cumprimento dos requisitos regulatórios:

> *"57. (...) A disponibilização de informações sobre o risco de crédito a que está sujeita a operação de securitização se destina aos investidores – uma prática de disclosure, portanto, que permite o acompanhamento em bases periódicas do risco de crédito da operação.*
>
> *58. Nessa perspectiva, é razoável considerar que as demonstrações financeiras de um coobrigado eventualmente podem ser capazes de fornecer o disclosure*

adequado ao risco de crédito da operação, de forma que, visando fornecer mais clareza e sistematicidade à norma, assim como facilitar o acesso de novos originadores de direitos creditórios ao mercado de capitais, propõe-se a alteração no caput do art. 51, de forma que exista uma alternativa entre o envio de informações do devedor ou do coobrigado.

59. Parece razoável esperar que o mercado evolua no sentido de cobrar da companhia securitizadora a disponibilização daquelas demonstrações financeiras que melhor representem o risco de crédito da operação de securitização, a cada caso concreto, sem que seja necessário que a regulamentação faça uma escolha prévia, padronizando aquilo que pode ser flexível."

Nota-se que o acima disposto diz respeito ao art. 51 da Resolução 60, que trata da apresentação anual de demonstrações financeiras de devedores ou coobrigados acima do limite de concentração de 20% (vinte por cento), sem referir-se ao novo art. 43-A, relativo à sua apresentação inicial, por ocasião da oferta. Quanto a este, a justificativa menciona que resultou apenas em "transposição para a parte geral das características das emissões públicas de títulos de securitização" anteriormente previstas em seus anexos, portanto, sem indicar intenção semelhante de flexibilizar sua redação.

Entendemos que a alteração de uma regra impacta a interpretação da outra; ou seja, se para o cumprimento anual (periódico) ficou claro que bastará a apresentação das demonstrações financeiras do devedor ou do coobrigado (alternativamente, portanto), entendemos que seja razoável que na emissão do título, seja dispensada a apresentação cumulativa, ao menos nos casos em que a demonstração financeira de apenas um demonstre o risco pretendido na operação. Portanto, nos parece razoável a interpretação que a nova redação do art. 43-A, embora apresentada como mera transposição, modificou gramaticalmente de modo contundente a norma anterior. Assim, de acordo com o novo art. 43-A:

> *"Art. 43-A. As emissões de títulos de securitização devem possuir devedores ou coobrigados que possuam, direta ou indiretamente, exposição máxima equivalente a 20% (vinte por cento) do valor da emissão, salvo se o devedor ou seu coobrigado for: I – companhia aberta; II – instituição financeira ou equiparada; ou III – entidade que tenha suas demonstrações financeiras relativas ao exercício social imediatamente anterior à data de emissão do título de securitização elaboradas em conformidade com o disposto na Lei nº 6.404, de 1976, e auditadas por auditor independente registrado na CVM" (sem ênfase no original)"*

Como se depreende do novo texto acima transcrito, enquanto as normas anteriores usavam a expressão dúbia "salvo se o devedor ou coobrigado" para o desconto regulatório, a nova norma incluiu o possessivo "o devedor ou seu coobrigado", esclarecendo de forma absoluta a redação.

Isso porque, na redação anterior, o devedor e o coobrigado poderiam não ser responsáveis pela mesma parcela do crédito. Por exemplo, um coobrigado que respondesse por 25% da concentração obviamente não dispensaria o requisito regulatório para outro devedor ou coobrigado, que respondessem por parcela diversa. Nesse sentido, a expressão "ou" poderia ensejar cumulatividade, e não alternância, como concluíram a SRE e o já mencionado precedente do Colegiado.

Já na nova redação, a dispensa regulatória tem como condição o cumprimento de determinados requisitos "[pelo] devedor ou seu coobrigado". Portanto, podemos concluir que o coobrigado a que a norma se refere agora é, necessariamente, responsável pela integralidade da dívida do devedor, ambos com a mesma concentração de risco de crédito. E, nesse contexto, a expressão

“ou” deixa de carregar qualquer dubiedade e se torna necessariamente alternativa: basta um (devedor ou coobrigado) para que haja o cumprimento da condição e a dispensa do limite de concentração a que se refere a norma.

Considerando as manifestações anteriores da CVM sobre o tema, entendemos ser necessária a confirmação deste entendimento ou a reavaliação quanto à interpretação atual, concluindo-se que a nova norma permite a apresentação das demonstrações financeiras, alternativamente, apenas do devedor ou do seu coobrigado na hipótese em que referida coobrigação enseje exatamente sobre o mesmo crédito devido.

3. APRESENTAÇÃO DE DEMONSTRAÇÕES FINANCEIRAS POR PESSOA FÍSICA.

É usual a participação de pessoas físicas em operações de securitização, como exemplificado nas estruturas a seguir: i) Na qualidade de coobrigados (fiadores ou avalistas), sendo essas pessoas, em geral, sócios ou controladores do devedor principal, uma pessoa jurídica. Nestes casos, trazer a coobrigação do(s) controlador (es) é, muitas vezes, uma forma de manter interesses alinhados e agregar até mesmo um compromisso moral dos sócios na obrigação assumida por sua empresa; (ii) Na emissão de títulos de securitização do setor imobiliário, é extremamente usual que os devedores finais dos direitos creditórios que originam o lastro do Certificado de Recebíveis Imobiliários pulverizado sejam pessoas físicas devedores de contratos de compra e venda ou financiamentos imobiliários; (iii) Já no setor agropecuário, é comum que os direitos creditórios lastro das operações de CRAs sejam CPR-F emitidas por produtores rurais, devedores da operação, nos termos da Lei nº 8.929, de 22 de agosto de 1994. Em virtude das características do setor, é relativamente comum que estes devedores sejam responsáveis por grandes percentuais do lastro do certificado.

Dado que pessoas físicas não possuem demonstrações financeiras, a aplicação de tal exigência resultaria na vedação de pessoas físicas como devedores ou coobrigados nas operações de securitização destinadas a investidores qualificados ou ao público em geral, quando responsáveis pelo pagamento de mais de 20% (vinte por cento) dos direitos creditórios. Vale lembrar que, mesmo nos casos em que inicialmente uma carteira de créditos lastro de uma operação de securitização não conte com nenhum devedor sendo responsável por mais de 20% dos direitos creditórios, ao longo do tempo e com a amortização, ordinária e/ou antecipada, de determinados créditos, a probabilidade de algum dos créditos remanescentes vir a representar mais de 20% do total é grande.

Tal interpretação, contudo, pode trazer prejuízo importante ao mercado de capitais e também aos investidores. Sob pretexto de cumprimento literal da norma regulatória, tem-se obrigado o mercado a estabelecer uma limitação artificial à responsabilidade dos garantidores/coobrigados pessoa física, resultando em redução de garantia e piora do risco de crédito das operações de securitização, sem que implique qualquer vantagem ou proteção correlata ao mercado ou aos investidores.

Uma possível objeção seria a de que se deveria tornar pública a Declaração de Ajuste Anual de Imposto Sobre a Renda, documento correspondente para as pessoas físicas, por meio do qual se poderia fazer a análise financeira desejada. No entanto, a divulgação do imposto de renda exporia dados sensíveis sobre pessoas físicas, inclusive relativos à saúde, aos dependentes, entre outros, resguardados pelos sigilos bancário e fiscal e, além disso, pela Lei Geral de Proteção de Dados Lei nº 13.709/2018 (“LGPD”).

Dessa forma, solicitamos esclarecimento quanto às seguintes interpretações/sugestões:

3.1 Pessoas Físicas devedoras de lastro responsável por mais de 20% do lastro, no ato da emissão: No caso de pessoas físicas devedoras de lastro que representem mais de 20% dos direitos creditórios no ato da emissão de um Certificado de Recebíveis, o envio da declaração de imposto de renda do devedor ao agente fiduciário seria suficiente para fins de cumprimento da dispensa do limite de concentração de 20% (vinte por cento) em relação ao lastro, conforme estabelecido nas disposições previstas nas Resoluções CVM 60 e 160; e

3.2 Pessoas físicas coobrigadas, com objetivo de alinhamento de interesses dos controladores com obrigações assumidas pela controlada: Sem prejuízo da interpretação solicitada quanto à alternatividade (e não cumulatividade) do requisito de apresentação de demonstrações financeiras, nos termos dos arts. 43-A e 51 da Resolução CVM 60, e do Anexo E à Resolução CVM 160, o limite de concentração de 20% (vinte por cento) em relação ao coobrigado não se aplica às pessoas físicas que participem de emissões de certificados de recebíveis como garantidores ou coobrigados de créditos devidos ou cedidos por empresas dos quais sejam sócios ou acionistas, sendo necessária a divulgação de demonstração financeira do devedor, caso o mesmo não seja companhia aberta ou instituição financeira. Estas hipóteses deveriam ser aquelas onde o risco de crédito pretendido na operação está embasado no risco de crédito do devedor, e a coobrigação visa uma obrigação moral dos acionistas.

3.3 Pessoas Físicas devedoras de lastro responsável por mais de 20% do lastro, ao longo da emissão, por "desenquadramento passivo": Que, no caso de operações com lastro pulverizado que não possuam no ato de sua emissão devedores que respondam por mais de 20% dos direitos creditórios lastro, a exigência de apresentação de demonstrações financeiras não serão aplicáveis ao longo da vida da operação, mesmo no caso de algum crédito passar a representar mais de 20% do todo, uma vez que a hipótese disso acontecer advém da amortização dos demais créditos e, caracterizar-se-ia uma espécie de "desenquadramento passivo".

7. Em conclusão, a ANBIMA solicita a esta CVM que se manifeste, corroborando/ratificando ou não, os entendimentos consubstanciados a seguir:

(a) Quando houver demonstrações financeiras que consolidem mais de uma pessoa jurídica, a apresentação das demonstrações financeiras consolidadas é suficiente para suprir o requisito de dispensa de concentração de 20% (vinte por cento) em relação à totalidade das pessoas jurídicas abrangidas pelas demonstrações apresentadas, de modo que, as demonstrações financeiras consolidadas (garantidora) devem abranger informações da companhia subsidiária devedora;

(b) A respeito da Cumulatividade ou Alternatividade da apresentação de demonstrações financeiras, de acordo com artigo 43-A, inciso III da Resolução CVM 60 sobre o limite de concentração, entendemos que o coobrigado é responsável pela integralidade da dívida de seu devedor, ambos com a mesma concentração de risco de crédito. Dessa forma, a expressão "ou" tornou-se necessariamente alternativa, bastando um (devedor ou coobrigado) para que haja o cumprimento da condição e a dispensa do limite de concentração a que se refere a norma;

(c) Sem prejuízo do disposto no item "3.1" nossa interpretação sobre o cenário onde pessoas físicas devedoras de lastro responsável por mais de 20% (vinte por cento) do lastro no ato da emissão, é que o envio da declaração de imposto de renda do devedor ao agente fiduciário seria suficiente para fins de cumprimento da dispensa do limite de concentração;

(d) Sobre pessoas físicas coobrigadas, sem prejuízo do item "3.2", o limite de concentração de 20% (vinte por cento) em relação ao coobrigado, entendemos que não se aplica quando se tratar de pessoas físicas que participem de emissões de certificados de recebíveis como garantidores ou coobrigados de créditos devidos ou cedidos por empresas do quais sejam sócios ou acionistas, visto que o risco de crédito da operação está embasado no risco de crédito do devedor, fazendo com que a obrigação do coobrigado seja um ato meramente moral, que busca trazer mais garantia para a operação;

(e) Sem prejuízo do disposto no item "3.3", na hipótese de operações com lastro pulverizado que, no ato de sua emissão, não possuam devedores que respondam por mais de 20% dos direitos creditórios lastro, entendemos que a exigência de apresentação de demonstrações financeiras não será aplicável ao longo da vida da operação, mesmo que algum crédito passe a representar mais de 20% do total, cenário esse passível de ocorrer quando da amortização dos demais créditos, caracterizando-se como uma espécie de "desenquadramento passivo".

DOS FATOS

8. Tendo em vista o teor da presente consulta, cumpre registrar que em 17.07.2018, foi analisado pelo Colegiado da CVM ("Reunião") pedido de registro de oferta pública de distribuição ("Oferta") de Certificados de Recebíveis do Agronegócio ("CRA") da 1ª série da 17ª emissão da Vert Companhia Securitizadora S.A. ("Vert", "Ofertante" ou "Requerente"), com pleito de dispensa de requisito, nos termos do art. 4º da Instrução CVM nº 400/03 ("ICVM 400").

9. A Oferta consistia na emissão de CRA com lastro em 4 (quatro) cédulas financeiras de produto rural ("CPR-F") emitidas por produtores rurais ("Devedores"), em favor da Agropecuária Scheffer Ltda. ("Cedente").

10. A Vert/Ofertante, considerando que os Devedores eram pessoas físicas, e que a Oferta contava com coobrigação dada por sociedades empresariais do grupo econômico dos Devedores ("Grupo Scheffer"), solicitou, em seu pleito principal, que a SRE reconsiderasse a necessidade, manifestada por meio do Ofício-Circular CVM/SRE Nº 01/18 ("OC 01/18"), de que fossem apresentadas as DF tanto dos devedores quanto dos coobrigados em ofertas onde haja a concentração de mais de 20% (vinte por cento) da responsabilidade pelo pagamento dos créditos que lastreiam a emissão pelo devedor ou coobrigado, nos termos do inciso III do § 1º do art. 5º da Instrução CVM nº 414/04 ("ICVM 414") e do item 5.3 do Anexo III-A da Instrução CVM 400.

> *ICVM 414; Art. 5º Os créditos imobiliários que lastreiam a emissão de CRI deverão obedecer o limite máximo de 20% (vinte por cento), por devedor ou coobrigado.*
>
> *§1º O percentual previsto no **caput** poderá ser excedido quando o devedor ou coobrigado:*
>
> *I – tenha registro de companhia aberta;*
>
> *II – seja instituição financeira ou equiparada; ou*
>
> *III – seja sociedade empresarial que tenha suas demonstrações financeiras relativas ao exercício social imediatamente anterior à data de emissão do CRI elaboradas em conformidade com o disposto na Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, e auditadas por auditor independente registrado na CVM, ressalvado o disposto no §4º deste artigo.*
>
> *ICVM 400; Anexo III-A; 5. INFORMAÇÕES SOBRE DEVEDORES OU COOBRIGADOS:*
>
> *5.3. Em se tratando de devedores ou coobrigados responsáveis por mais de 20% (vinte por cento) dos direitos creditórios, além das informações referidas no item*

5.2, devem ser apresentadas suas demonstrações financeiras, elaboradas em conformidade com a Lei nº 6.404/76, e a regulamentação editada pela CVM, auditadas por auditor independente registrado na CVM, referentes ao último exercício social. Essas informações não serão exigíveis quando o devedor ou coobrigado for instituição financeira ou equiparada, autorizada a funcionar pelo Banco Central do Brasil, e nas hipóteses em que haja dispensa de apresentação ou de arquivamento na CVM das demonstrações financeiras, na forma da regulamentação em vigor.

11. Nos termos do Extrato da Ata da Reunião, a Ofertante "*alegou que a exigência contida nos supramencionados dispositivos admite "semântica" diversa da estabelecida pela SRE no Ofício-Circular 01/18, uma vez que, em sua visão, ao utilizar o conector "ou", ao invés do conector "e", em "devedores ou coobrigados", estaria a norma permitindo a apresentação das demonstrações financeiras apenas do devedor ou do coobrigado nos casos em que o devedor, o coobrigado, ou ambos sejam responsáveis pelo pagamento de mais de 20% dos direitos creditórios que lastreiam os CRI ou CRA*".

12. Em sua análise, a SRE ressaltou "*que a utilização do conector "ou" na redação da referida norma não implicaria na opcionalidade defendida pela Ofertante, e que, para além dessa questão, deve prevalecera interpretação que se mostra mais razoável em termos de avaliação de risco por parte do investidor* [...], *uma vez que, em ocasiões em que há a ultrapassagem do referido limite de 20% (vinte por cento), tanto pelo devedor, quanto pelo coobrigado, "o investidor estaria exposto ao risco [concentrado] do coobrigado após estar exposto ao risco[concentrado] da devedora, o que é diferente de estar exposto apenas ao risco [concentrado] de um ou de outro isoladamente""*.

13. Desse modo, a SRE concluiu que "*as Demonstrações Financeiras do Grupo Scheffer, que seriam apresentadas para fins de cumprimento dos requisitos relativos aos devedores responsáveis pelo pagamento demais de 20% dos direitos creditórios do agronegócio que lastreiam ofertas de CRA, não refletem necessariamente o risco dos Devedores, não cumprindo, assim, a função pretendida pela regulamentação aplicável, o que impede a concessão da dispensa do requisito previsto no inciso III do § 1º do art. 5º da Instrução CVM 414 e no item 5.3 do Anexo III-A da Instrução CVM 400 no presente caso*".

14. O Colegiado, por sua vez, acompanhou a manifestação da SRE, deliberando por unanimidade pelo indeferimento do pedido de dispensa apresentado ("Decisão Vert").

15. Tendo em vista a decisão supracitada, em 23.12.2021, com a edição das Resoluções CVM nº 160/24 ("RCVM 160") e nº 60/21 ("RCVM 60" ou "Norma"), e a revogação da ICVM 414 e ICVM 400, os artigos 43-A e 51 da RCVM 60, e item 12.3 do Anexo E da RCVM 160, passaram a disciplinar a matéria em tela, com alterações ao texto previamente disposto na ICVM 414, sem que, no entanto, tenham sido dirimidas as dúvidas dos participantes. Vejamos:

> ***RCVM 60/21; Art. 43-A.*** *As emissões de títulos de securitização devem possuir devedores ou coobrigados que possuam, direta ou indiretamente, exposição máxima equivalente a 20% (vinte por cento) do valor da emissão, salvo se o devedor ou seu coobrigado for:*
>
> *I – companhia aberta;*
>
> *II – instituição financeira ou equiparada; ou*
>
> *III – entidade que tenha suas demonstrações financeiras relativas ao exercício social imediatamente anterior à data de emissão do título de securitização elaboradas em conformidade com o disposto na Lei nº 6.404, de 1976, e auditadas por auditor independente registrado na CVM.*

§ 1º Para efeito do disposto no caput, equiparam-se ao devedor ou seu coobrigado o seu acionista controlador, as sociedades por eles direta ou indiretamente controladas, suas coligadas e sociedades sob controle comum.

§ 2º Fica dispensado o cumprimento do limite de exposição previsto no caput caso os títulos de securitização:

I – tenham como público alvo exclusivamente sociedades integrantes do mesmo grupo econômico, e seus respectivos administradores e acionistas controladores, sendo vedada a negociação dos títulos de securitização no mercado secundário; ou

II – sejam destinados à subscrição e negociação exclusivamente por investidores profissionais.

RCVM 60/21; Art. 51. *As companhias securitizadoras devem encaminhar anualmente à CVM, por meio de sistema eletrônico disponível na rede mundial de computadores, em até 5 (cinco) dias úteis contados de sua disponibilização para o público, demonstrações financeiras auditadas de devedores ou coobrigados que possuam, direta ou indiretamente exposição maior do que 20% (vinte por cento) de cada emissão, salvo se o devedor ou coobrigado for:*

I – companhia aberta;

II – instituição financeira ou equiparada; ou

III – entidade que tenha suas demonstrações financeiras relativas ao exercício social imediatamente anterior à data de emissão do título de securitização elaboradas em conformidade com o disposto na Lei nº 6.404, de 1976, e auditadas por auditor independente registrado na CVM.

§ 1º As demonstrações financeiras referidas no caput devem ser encaminhadas até a data de vencimento dos títulos de securitização ou até o exercício em que os direitos creditórios deixarem de representar mais de 20% (vinte por cento) da emissão, o que ocorrer primeiro.

§ 2º Fica dispensado o arquivamento das demonstrações financeiras referidas no caput caso os títulos de securitização:

I – sejam objeto de oferta pública de distribuição que tenha como público alvo exclusivamente sociedades integrantes do mesmo grupo econômico, e seus respectivos administradores e acionistas controladores, sendo vedada a negociação dos títulos de securitização no mercado secundário; ou

II – sejam objeto de oferta pública destinada à subscrição exclusivamente por investidores profissionais.

§ 2º Fica dispensado o encaminhamento periódico das demonstrações financeiras caso os títulos de securitização:

I – tenham como público alvo exclusivamente sociedades integrantes do mesmo grupo econômico, e seus respectivos administradores e acionistas controladores, sendo vedada a negociação dos títulos de securitização no mercado secundário; ou

II – sejam destinados à subscrição e negociação exclusivamente por investidores profissionais.

RCVM 160/24; Anexo E; item 12.3. *Em se tratando de devedores ou coobrigados responsáveis por mais de 20% (vinte por cento) dos direitos creditórios, demonstrações financeiras, elaboradas em conformidade com a Lei nº 6.404,de 1976, e a regulamentação editada pela CVM, auditadas por auditor independente registrado na CVM, referentes ao último exercício social.*

CONSIDERAÇÕES DA ÁREA TÉCNICA

16. Passemos, então, à análise do tema, à luz dos pontos abordados pela Anbima na presente consulta.

17. **A primeira dúvida** apontada pela Consulente, faz referência à eventual obrigação de que devedor e coobrigado apresentem DFs auditadas nos casos em

que o devedor é uma sociedade controlada pelo coobrigado, e este apresenta suas demonstrações financeiras consolidadas e auditadas por auditor independente registrado nesta CVM.

18. Segundo a Consulente, na visão dos participantes do mercado de securitização, nesse caso, não faria sentido exigir as DF das duas entidades uma vez o risco de crédito do devedor e do coobrigado poderia ser integralmente avaliado através da análise da demonstração financeira consolidada da entidade controladora/coobrigada.

19. Sobre esse ponto, esta área técnica concorda com o entendimento manifestado pela Consulente, uma vez que as informações da sociedade controlada/devedora fazem parte das DFs consolidadas da controladora/coobrigada, e seria redundante a exigência das duas demonstrações financeiras auditadas nos termos da RCVM 60.

20. Esta SSE defende que as DFs auditadas da controladora são as informações mais relevantes da operação de securitização no exemplo citado, uma vez que abarca a sociedade controlada e outras investidas, ainda que de forma consolidada, além de suas próprias informações financeiras, sendo útil para o investidor como informação para que possa avaliar o risco de crédito como um todo.

21. Para a SSE, não importa se a controladora está na posição de devedora ou coobrigada, podendo ser utilizado o mesmo racional. Ou seja, esta área técnica tem o mesmo entendimento quando o devedor for a sociedade controladora e o coobrigado a sociedade controlada, pois as DFs consolidadas e auditadas da sociedade controladora exerceriam a mesma função.

22. Um tema tangenciado pela Anbima, mas não explorado em detalhes, guarda relação com a interpretação do art. 43-A, § 1º, da RCVM 60, talvez para justificar uma equiparação entre a sociedade controladora e sua controlada:

> *Art. 43-A. As emissões de títulos de securitização devem possuir devedores ou coobrigados que possuam, direta ou indiretamente, exposição máxima equivalente a 20% (vinte por cento) do valor da emissão, salvo se o devedor ou seu coobrigado for:*
>
> *...*
>
> *§ 1º Para efeito do disposto no caput, equiparam-se ao devedor ou seu coobrigado o seu acionista controlador, as sociedades por eles direta ou indiretamente controladas, suas coligadas e sociedades sob controle comum*.

23. Considera-se que a interpretação deste dispositivo não subsidia o entendimento de que devem ser apresentadas apenas as demonstrações financeiras auditadas de uma das entidades do mesmo grupo, quando excedido o limite de 20%. Esta SSE entende que o dispositivo obriga a equiparação do devedor e coobrigado, quando integram o mesmo grupo econômico, apenas para fins do cumprimento do limite de 20%. Em outras palavras, por exemplo, numa emissão em que cada devedor ou coobrigado possua 10% de exposição e que todos façam parte do mesmo grupo econômico, deve ser considerada a exposição total de 100% para o grupo, implicando, assim, na limitação contida no art. 43-A e na necessária apresentação das DFs auditadas para que o limite possa ser extrapolado.

24. Contudo, com base na concordância da SSE para o pleito, bastaria a apresentação das demonstrações auditadas consolidadas do grupo econômico como um todo.

25. Uma alternativa seria exigir que, nas DFs auditadas consolidadas, fossem destacadas, em notas explicativas, as informações financeiras mais relevantes da sociedade investida. Entretanto, esta área técnica considera que não

é relevante tal exigência por parte do regulador, valendo-se a cia securitizadora da sua faculdade de apresentar ou não tal informação adicional. Sob a ótica regulatória, as DFs auditadas consolidadas parecem cumprir o papel de adequada informação ao investidor sobre o devedor ou coobrigado.

26. **No segundo ponto** levantado pela Consulente, é questionado qual seria a intenção do Regulador ao confirmar – com a edição da RCVM 60 e RCVM 160 – o uso da conjunção alternativa "ou", ao invés da conjunção aditiva "e", no texto das normas: se para determinar a exigência da apresentação das demonstrações financeiras auditadas do último exercício na forma alternativa (i.e., uma DF, devedor ou coobrigado) ou cumulativa (i.e., duas DF, devedor e coobrigado).

27. Apesar de ter ocorrido a supracitada Decisão Vert, de 17.07.2018, em que o Colegiado acompanhou a manifestação da SRE, concordando com a necessidade de que fossem apresentadas as DF dos devedores e do coobrigado, alguns aspectos daquela decisão merecem uma análise mais detalhada.

28. Primeiramente, deve ser notado que, naquele caso, os devedores eram pessoas físicas que detinham o controle do Grupo Scheffer. Portanto, a eventual apresentação das DFs individuais dos devedores, somadas às DFs do coobrigado, teria pouco ou nenhum impacto na precificação do risco de crédito da operação. Haja vista que a probabilidade da ocorrência de *default* de devedores e coobrigados, em conjunto, quando estes são relacionados, implica no cálculo da probabilidade de eventos dependentes/correlacionados, e não de eventos independentes, como sugere o entendimento daquela manifestação do Colegiado: de que quando o limite de concentração de 20% é ultrapassado tanto pelo devedor, quanto pelo coobrigado, as demonstrações financeiras de ambos deveriam ser anexadas ao prospecto, pois nessa situação o investidor também estaria exposto ao risco do coobrigado, o que seria diferente de estar exposto somente ao risco do devedor, ou do coobrigado, isoladamente.

29. Entretanto, como este caso envolve a análise do risco de eventos correlacionados e, portanto, a probabilidade de inadimplência/sinistro é sempre dada pela menor probabilidade de *default* observada entre os devedores[1] e o coobrigado[2], a priori, a apresentação de DF adicional não agregaria nenhum valor informacional à estimação/avaliação do risco da operação[3], tratando-se, assim, de um custo de observância possivelmente desproporcional, na visão desta SSE, com limitações a diferentes arranjos de operações de securitização, conforme explorados mais adiante.

[1] Probabilidade de default do devedor = P (devedor | coobrigado) = (P devedor X P coobrigado) / P coobrigado.

[2] Probabilidade de default do coobrigado = P (coobrigado | devedor) = (P devedor X P coobrigado) / P devedor.

[3] Nesse caso, a argumentação da SRE só faria sentido caso devedor e coobrigado fossem pessoas independentes (i.e., não correlacionadas); dado que, nessa situação o risco de default da operação deveria ser estimado por meio da multiplicação da probabilidade de default do devedor pela probabilidade de default do coobrigado.

30. Adicionalmente, importa observar que a Resolução CVM nº 194 ("RCVM 194"), que alterou os artigos 43-A e 51 da RCVM 60, indicou nos itens 57 a 59 (abaixo) de sua Justificativa de Dispensa de Análise de Impacto Regulatório, que o envio de apenas uma DF (do devedor ou coobrigado) seria suficiente para o cumprimento dos requisitos regulatórios:

> *"57. (...) A disponibilização de informações sobre o risco de crédito a que está sujeita a operação de securitização se destina aos investidores – uma prática de disclosure, portanto, que permite o acompanhamento em bases periódicas do risco de crédito da operação.*
>
> *58. Nessa perspectiva, é razoável considerar que as demonstrações financeiras*

de um coobrigado eventualmente podem ser capazes de fornecer o disclosure adequado ao risco de crédito da operação, de forma que, visando fornecer mais clareza e sistematicidade à norma, assim como facilitar o acesso de novos originadores de direitos creditórios ao mercado de capitais, propõe-se a alteração no caput do art. 51, de forma que exista uma alternativa entre o envio de informações do devedor ou do coobrigado.

59. Parece razoável esperar que o mercado evolua no sentido de cobrar da companhia securitizadora a disponibilização daquelas demonstrações financeiras que melhor representem o risco de crédito da operação de securitização, a cada caso concreto, sem que seja necessário que a regulamentação faça uma escolha prévia, padronizando aquilo que pode ser flexível."

31. Note-se, como aponta a Consulente, "*que o acima disposto diz respeito ao art. 51 da Resolução 60, que trata da apresentação anual de demonstrações financeiras de devedores ou coobrigados acima do limite de concentração de 20% (vinte por cento), sem referir-se ao novo art. 43-A, relativo à sua apresentação inicial, por ocasião da oferta*".

32. Nessa perspectiva, a Consulente argumenta que - estando pacificado o entendimento de que seria suficiente a apresentação anual das demonstrações financeiras do devedor ou do coobrigado (i.e., uma das duas) - seria razoável concluir que na emissão dos certificados de recebíveis também estaria dispensada a apresentação cumulativa das DF (i.e., as duas DF).

33. A Consulente sugere, ainda, que o novo texto do art. 43-A, caput, da RCVM 60, com a alteração trazida pela RCVM 194 - que substituiu a expressão "*salvo se o devedor ou coobrigado*" por "*salvo se o devedor ou* ***seu*** *coobrigado*" - a "*expressão* ***"ou"*** *deixa de carregar qualquer dubiedade e se torna necessariamente alternativa"*: desse modo, bastaria uma DF, do devedor ou coobrigado, para que seja cumprida a exigência contida na norma, e concedida a dispensa para exceder o limite de concentração de 20%.

34. Inobstante os aspectos semânticos e hermenêuticos relacionados à leitura da norma, ressaltamos que esta área técnica entende que é fundamental que no mercado de capitais os investidores e demais participantes tenham acesso a toda informação disponível. Portanto, nos casos em que devedor e coobrigado tenham apresentado demonstrações financeiras, ambos devem disponibilizá-las junto à documentação da oferta.

35. Entendemos, contudo, que a correta interpretação dos artigos 43-A e 51 da RCVM 60 é a "*alternativa*", haja vista que a conjunção *"ou"* denota de forma clara e indiscutível que há obrigação de que tenha sido publicada somente uma DF, a do devedor ou do coobrigado.

36. Ademais, devido ao grande número de operações de securitização em que há concentração da exposição de poucos devedores e/ou coobrigados ao lastro dos certificados de recebíveis ("CR") emitidos, a obrigação da apresentação de duas DF nos casos em que a exposição exceder 20%, alijaria potenciais participantes de emissões no mercado de securitização, notadamente, das emissões de CRA.

37. Relativamente à cia. securitizadora, esta deve se certificar, no momento da estruturação das operações, de que a única DF apresentada possua perfil de risco compatível com as características da emissão, bem como realizar as devidas diligências, exigindo do devedor ou coobrigado que não apresentar demonstrações financeiras auditadas, os documentos cabíveis: que justifiquem e deem respaldo à emissão dos CR, garantindo à operação de securitização a devida transparência em face do público-alvo.

38. Por último, deve ser salientado o entendimento da SSE de que não faz

parte do mandato desta CVM regulamentar o risco de crédito de operações de securitização; mas sim, garantir a transparência, a higidez, e a simetria informacional desse mercado, das informações existentes e disponíveis, de modo a assegurar ao investidor uma tomada de decisão informada.

39. **O terceiro ponto** abordado pela Consulente faz referência à exigência de que pessoas físicas atuando como devedoras ou coobrigadas em emissões de certificados de recebíveis apresentem demonstrações financeiras auditadas nos termos da Lei nº 6.404/76 ("Lei 6404").

40. A Consulente ressalta que é trivial "*a participação de pessoas físicas em operações de securitização, na qualidade de coobrigados (fiadores ou avalistas), sendo essas pessoas, em geral, sócios ou controladores do devedor principal, uma pessoa jurídica*". Nesses casos, "*a coobrigação do(s) controlador (es) é, muitas vezes, uma forma de manter interesses alinhados e agregar até mesmo um compromisso moral dos sócios na obrigação assumida por sua empresa*".

41. Do mesmo modo, pessoas físicas participam, regularmente, da emissão de títulos de securitização do setor imobiliário como devedores finais de direitos creditórios que originam o lastro pulverizado de Certificados de Recebíveis Imobiliários ("CRI"), como devedores de contratos de compra e venda ou financiamentos imobiliários.

42. No setor agrícola, por sua vez, *"é comum que os direitos creditórios lastro das operações de CRAs sejam CPR-F emitidas por produtores rurais, devedores da operação",* nos termos da Lei nº 8.929/94*. "Em virtude das características do setor, é relativamente comum que estes devedores sejam responsáveis por grandes percentuais do lastro do certificado*".

43. Tendo em vista que pessoas físicas não apresentam DF, a confirmação desta exigência, como citado anteriormente, "*resultaria na vedação de pessoas físicas como devedores ou coobrigados nas operações de securitização destinadas a investidores qualificados ou ao público em geral, quando responsáveis pelo pagamento de mais de 20% (vinte por cento) dos direitos creditórios*".

44. Portanto, com fundamento nos motivos supracitados, não parece fazer sentido limitar em 20% a exposição em emissões de certificados de recebíveis ("CR") de: (i) pessoas físicas em geral; (ii) produtores rurais não estruturados como pessoa jurídica; e (iii) sociedades de pequeno porte, quando estas entidades não apresentem demonstrações financeiras auditadas. Especialmente quando estas captações forem garantidas por coobrigação de entidades com maior densidade de capital e que elaborem demonstrações financeiras auditadas.

45. Como observa a Consulente, uma limitação excessiva à responsabilidade de devedores ou coobrigados que não possuam DF, sobretudo pessoas físicas, pode ter impacto negativo na qualidade do crédito das operações de securitização, em geral, sem qualquer contrapartida para o mercado e/ou investidores.

46. Sobre esse ponto deve ser observado que a apresentação da Declaração de Imposto de Renda de Pessoas Físicas ("DIRPF") não parece adequada para tal fim, tendo em vista a exposição resultante de dados pessoais referentes a despesas médicas, dependentes, e que além do mais estariam protegidos pela Lei Geral de Proteção de Dados Lei nº 13.709/18 ("LGPD").

47. Nesse rumo, a Consulente propõe/apresenta 2 (duas) possibilidades de apresentação de documentos no sentido de viabilizar a análise do crédito de pessoas físicas:

48. Em primeiro lugar, tratando-se de **Pessoas Físicas devedoras de mais 20%** no ato da emissão, a Anbima entende que o envio da declaração de

imposto de renda do devedor ao agente fiduciário seria suficiente para a obtenção da dispensa do limite de concentração de 20% (vinte por cento), conforme disposto nas Resoluções CVM 60 e CVM 160.

49. Na segunda hipótese, relativa às **Pessoas Físicas coobrigadas com objetivo de alinhamento de interesses dos controladores com obrigações assumidas pela controlada**, a Consulente defende que nesses casos em que a pessoa física é coobrigada, e controladora de devedor pessoa jurídica, seria obrigatória e suficiente a apresentação das DFs auditadas do devedor. Uma vez que nesta estrutura o risco de crédito estaria integralmente inserido no devedor e a coobrigação visa demonstrar um alinhamento de interesses e "*uma obrigação moral dos acionistas*".

50. Sobre a participação do agente fiduciário, entende esta SSE que, se por um lado, com a entrega da DIRPF do devedor ao agente fiduciário o sigilo bancário do devedor estaria protegido, por outro lado, não agregaria qualquer valor informacional, haja vista que os investidores, maiores interessados na avaliação de risco da emissão, não teriam acesso ao documento, pois a publicidade desses dados descumpre o art. 1º, caput, da Lei Complementar 105/01 ("LC 105").

51. Uma possibilidade, que no entendimento desta SSE deve ser facultativa e não obrigatória, seria a publicação, com o consentimento por escrito do devedor, de determinadas tabelas da DIRPF, como: (i) *Identificação do Contribuinte*; (ii) Tabelas de *Rendimentos*; (iii) a *Declaração de Bens e Direitos*; (iv) Tabela com *Dívidas e Ônus Reais*; e 5) Tabela com a *Evolução Patrimonial & Outras Informações*.

52. Contudo, ambas as questões sobre as pessoas físicas trazidas pela Anbima perdem o objeto se a interpretação desta SSE prosperar, no sentido de que a expressão "ou" seja, de fato, uma alternativa entre o devedor e o coobrigado, de modo a que somente um dos dois deve(a)deva apresentar as DFs auditadas. Assim, pessoas físicas podem ser devedoras ou coobrigadas em mais de 20% da emissão se existirem devedores ou coobrigados que tenham DFs auditadas.

53. Em suma, esta SSE corrobora o entendimento da SDM exposto em seu relatório sobre a RCVM 194: "*Parece razoável esperar que o mercado evolua no sentido de cobrar da companhia securitizadora a disponibilização daquelas demonstrações financeiras que melhor representem o risco de crédito da operação de securitização, a cada caso concreto, sem que seja necessário que a regulamentação faça uma escolha prévia, padronizando aquilo que pode ser flexível*."

54. No entendimento desta área técnica, somente um dos lados (devedor ou coobrigado) deve apresentar as demonstrações financeiras auditadas, sendo obrigatória para as entidades que apresentarem exposição superior a 20% da emissão. Se ambos excedem, mas somente uma das partes possui as DFs auditadas, caberá aos investidores analisarem e formarem as suas conclusões sobre a aquisição ou não da emissão, com base nas informações disponibilizadas. Ressalta-se que esta área técnica considera relevante e mandatório que ambos apresentem as DFs auditadas, se assim possuírem.

55. Quando somente uma das partes elabore DFs auditadas, cabe a cia securitizadora estruturar a operação do modo que considerar mais adequado e escolher qual a entidade constará como devedora ou coobrigada relevantes. Na visão desta SSE, a interpretação conferida pelo Colegiado em 2018 acabou por restringir, por exemplo, estruturas de securitização que contenham:

a) cia aberta ou outra sociedade que tenha DFs auditadas como devedora relevante, com a coobrigação de seu controlador pessoa física;

b) produtor rural pessoa física como devedor relevante, com a coobrigação de uma sociedade que tenha as suas demonstrações auditadas;

c) cia aberta ou outra sociedade que tenha DFs auditadas como coobrigado relevante, sendo o devedor uma empresa de menor porte, investida pelo coobrigado, mas que não tenha as suas DFs auditadas ou não esteja consolidada nas DFs auditadas do coobrigado.

56. Essas três hipóteses demonstram o impacto da decisão em possíveis arranjos de diferentes estruturas de securitização. Como bem pontuou a SDM, é responsabilidade da cia securitizadora estruturar a operação de securitização e definir a forma de disponibilização das informações que melhor representem o risco de crédito.

57. Com relação às **Pessoas Físicas devedoras de direitos creditórios que representem mais de 20% do lastro, ao longo da emissão, por "desenquadramento passivo"**, a proposta da Consulente, com a qual esta área técnica está de acordo, é de que nas operações que não possuam no ato de sua emissão devedores que respondam por mais de 20% do lastro, a exigência de apresentação de demonstrações financeiras não seria aplicável ao longo da vida da operação mesmo nos casos em que os direitos creditórios vinculados a um devedor ultrapassem o limite de 20% do lastro da operação; tendo em vista que tal hipótese seria decorrente do vencimento e/ou da subsequente amortização de direitos creditórios de outros devedores que compunham o lastro da emissão.

58. Esta SSE entende que a situação de comprovado desenquadramento passivo não deve onerar a operação de securitização no sentido de obrigar uma amortização antecipada ou elaboração de informações adicionais em relação àquelas previstas no momento da emissão.

59. Por fim, conforme alinhado entre a SRE e a SSE, as áreas entendem adequada a divulgação, no prospecto, de fatores de risco específicos que abordem as seguintes situações:

a) ausência de divulgação de demonstrações financeiras auditadas do devedor ou do coobrigado, alertando para a possível falta de elementos que permitam ao investidor mensurar o risco de eventual devedor relevante que não apresente tais informações ou a robustez de uma coobrigação relevante, caso não sejam apresentadas informações financeiras do coobrigado; ou

b) existência de devedores ou coobrigados pessoas físicas responsáveis, ou que possam se tornar responsáveis, individualmente, por mais de 20% do lastro da operação, sem que haja a obrigação de apresentação de quaisquer informações financeiras a respeito de tais pessoas físicas, alertando para a possível ausência de elementos que permitam ao investidor mensurar o risco de eventual devedor ou coobrigado que seja pessoa física.

CONCLUSÃO

60. Em face de todo o exposto, esta SSE propõe ao Colegiado da CVM a revisão da deliberação de 2018, de forma a reconhecer que:

a) os artigos 43-A e 51 da RCVM 60, além do disposto no item 12.3 do Anexo E à RCVM 160, conferem alternativa à cia securitizadora entre a apresentação das demonstrações financeiras do devedor ou do coobrigado que representem mais de 20% da totalidade da emissão;

b) ambos, devedor e coobrigado, com exposição acima de 20%, devem apresentar as demonstração financeiras auditadas, caso elaborem;

c) deve ser divulgada qualquer informação financeira de devedores ou coobrigados que tenha sido apresentada a potenciais investidores na estruturação da operação ou em qualquer outro momento;

d) não há óbice para que pessoas físicas figurem como devedores ou coobrigados com exposição superior a 20% da emissão, desde que a outra parte, seja o devedor ou coobrigado, apresente demonstrações financeiras auditadas, nos termos da interpretação do item (a) deste parágrafo;

e) não há obrigatoriedade de elaboração ou apresentação de DFs auditadas do devedor ou coobrigado que passe a representar mais de 20% ao longo emissão em função de comprovado desenquadramento passivo;

f) cabe à cia. securitizadora apresentar aos potenciais investidores os documentos e informações necessárias que demonstrem adequadamente o risco de crédito da operação; e

g) devem ser divulgados, no prospecto da oferta, os fatores de risco adicionais que alertem para a possível ausência de informações financeiras de devedores ou coobrigados que representem mais de 20% da emissão, incluindo riscos específicos relacionados às pessoas físicas, alertando para a possível falta de elementos que permitam ao investidor mensurar o risco de eventual devedor relevante que não apresente tais informações ou a robustez de uma coobrigação relevante, caso não sejam apresentadas informações financeiras do coobrigado.

61. Apesar do entendimento desta área pela possibilidade de acomodar essa interpretação na redação atual das Resoluções CVM 60 e 160, alternativamente, o Colegiado pode avaliar o encaminhamento do tema para que a SDM revise e aprimore as citadas resoluções, de forma a melhor refletir a manifestação da SSE.

62. Contudo, caso o Colegiado entenda que a deliberação de 2018 deva ser mantida, esta SSE sugere que as normas sejam alteradas e de forma a esclarecer que as demonstrações financeiras auditadas devem ser apresentadas para ambos, devedores e coobrigados, quando individualmente excederem 20% da emissão.

63. Como sugestão adicional, caso o entendimento da SSE venha a prosperar, entende-se que o mesmo racional possa ser aplicado para os FIDC, haja vista o emprego de técnica regulatória idêntica disposta no art. 45 do Anexo Normativo II à Resolução CVM 175 e do item 11.3 do Anexo D à RCVM 160.

64. Por fim, propomos que relatoria do presente processo seja conduzida por esta SSE.

Atenciosamente,

Luiz Alfredo Rangel

Inspetor Federal - SSE

Bruno de Freitas Gomes

Superintendente de Securitização e Agronegócio - SSE

Documento assinado eletronicamente por **Bruno de Freitas Gomes Condeixa Rodrigues**, **Superintendente**, em 26/02/2025, às 18:28, com fundamento no art. 6º do Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015.

Documento assinado eletronicamente por **Luiz Alfredo Artmann Rangel**, **Inspetor Federal do Mercado de Capitais**, em 26/02/2025, às 18:38, com fundamento no art. 6º do Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015.

A autenticidade do documento pode ser conferida no site https://sei.cvm.gov.br/conferir_autenticidade, informando o código verificador **2258088** e o código CRC **4971FEE2**.
*This document's authenticity can be verified by accessing https://sei.cvm.gov.br/conferir_autenticidade, and typing the "Código Verificador" **2258088** and the "Código CRC" **4971FEE2**.*

Referência: Processo nº 19957.019375/2024-58 Documento SEI nº 2258088