



São Paulo, 30 de junho de 2017  
Ofício nº 017.17

À  
**COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS**  
Rua Sete de Setembro, 111, 23º andar  
20050-901 RIO DE JANEIRO – RJ  
Endereço eletrônico: [audpublicaSDM0117@cvm.gov.br](mailto:audpublicaSDM0117@cvm.gov.br)

At. **Antonio Carlos Berwanger**  
Superintendente de Desenvolvimento de Mercado

Assunto: **Audiência Pública SDM Nº 01/17**

1. A ABECIP – ASSOCIAÇÃO DAS EMPRESAS DE CRÉDITO IMOBILIÁRIO E POUPANÇA – vem, pelo presente, nos termos do Edital de Audiência Pública SDM Nº 01/17 (“Edital”), apresentar sua manifestação à minuta de Instrução, proposta por essa Comissão de Valores Mobiliários com o propósito de regulamentar a emissão de Certificados de Recebíveis do Agronegócio – CRA.

#### I – DO INTERESSE DA ABECIP NA MENCIONADA AUDIÊNCIA

2. Não obstante tratar, prioritariamente, do regime de emissão de Certificados de Recebíveis do Agronegócio, segmento não afeto a esta Associação, a minuta em questão traz, em especial no seu Capítulo VII – Disposições Finais e Transitórias -, diversas alterações a normativos em vigor, que regulam também a emissão de Certificados de Recebíveis Imobiliários – CRI.

3. A ABECIP, na condição de representante das instituições financeiras que operam com crédito imobiliário e poupança, foi a entidade precursora do mercado de

**ABECIP**  
ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DAS ENTIDADES  
DE CRÉDITO IMOBILIÁRIO E POUPANÇA

Av. Brigadeiro Faria Lima, 1485 - 13º andar – Torre Norte  
T: 55 11 3286-4855 F: 55 11 3816-2785 CEP: 01452-002  
Jardim Paulistano – SP – [www.abecip.org.br](http://www.abecip.org.br)



securitização imobiliária no Brasil, tendo atuado diretamente na constituição, em 1.997, do Sistema de Financiamento Imobiliário – SFI, de onde se originaram as companhias securitizadoras de crédito imobiliário atualmente existentes em nosso país.

4. Ao longo de todos esses anos, e em especial na última década, a emissão de Certificados de Recebíveis Imobiliários tem-se constituído em importante fator de captação de recursos para dinamização do mercado de financiamentos imobiliários no Brasil, cuja proporção em relação ao PIB nacional tem mostrado tendência contínua de crescimento, com importantes reflexos na expansão do mercado de trabalho e da economia em geral. Ademais, a experiência dos últimos anos, em que a demanda por créditos para o mercado imobiliário tem-se acentuado, tem demonstrado que os recursos tradicionais de financiamento para esse setor – em especial a caderneta de poupança e o FGTS – serão insuficientes para garantir a expansão contínua desse importante segmento da economia nacional, sendo fundamental a existência de fontes alternativas de recursos, entre os quais se destaca a securitização de recebíveis imobiliários.

5. Pelas razões acima, a ABECIP, cumprimentando essa CVM pela importante iniciativa de buscar o constante aperfeiçoamento das normas que regulam o mercado de securitização de recebíveis, sente-se na obrigação de oferecer suas sugestões e considerações acerca da matéria aqui tratada.

6. No intuito de facilitar a análise por essa Autarquia, nossos comentários e sugestões serão apresentados mencionando os artigos da minuta dos quais se originaram.

## II – COMENTÁRIOS E SUGESTÕES

7. **ARTIGO 10:** a redação dada a esse artigo traz, de forma exaustiva, as despesas que poderão ser pagas com recursos provenientes do recebimento dos direitos creditórios vinculados à emissão. E, no seu parágrafo único, estabelece que *“quaisquer despesas não previstas como encargos devem ser imputadas à companhia securitizadora, no âmbito de suas competências e conforme dispuser o termo de securitização, salvo decisão contrária da assembleia de titulares”*.

7.1. **Comentários:** embora o elenco de incisos constantes desse artigo tenha amplitude significativa e aparentemente suficiente para abarcar todas as despesas possíveis nesse tipo de operação, parece-nos temerário assumir que não poderão surgir no futuro, até mesmo por mudanças na legislação – principalmente levando-se em conta o longo prazo de amortização dessas operações – custos outros eventualmente não previstos por ocasião da emissão, ou mesmo que venham a ser estruturadas operações para as quais, por alguma particularidade específica da emissão, sejam necessários outros custos além dos previstos na relação de incisos desse artigo.

7.2. Para a eventual necessidade de custos considerados necessários na estruturação das emissões e não constantes da relação de incisos aqui tratada, a solução poderia dar-se permitindo que fossem agregados, àquela relação, outros custos que venham a ser expressamente discriminados no termo de securitização e que já seriam, portanto, de conhecimento dos investidores desde a subscrição dos certificados. Para custos futuros, decorrentes de mudança na legislação, a solução seria prever expressamente essa possibilidade, dado que sua inclusão no rol de custos dedutíveis do patrimônio separado não decorreria de ato que pudesse ser atribuído à securitizadora. Finalmente, para outros custos não previstos, mas que se mostrarem necessários ou exigíveis para a boa administração do patrimônio separado, a alternativa poderia ser admitir sua cobertura com recursos do patrimônio separado, sujeita à aprovação posterior por ocasião da assembleia anual de investidores, invertendo-se assim a disposição que obriga a necessidade de aprovação prévia em assembleia.

7.3. **Sugestões:** (i) acrescentar ao artigo 10 outros dois incisos, dispendo sobre “custos que decorrerem de alteração da legislação, não contemplados nos incisos anteriores” e “outros custos expressamente discriminados no termo de securitização”; e (ii) alterar a redação do parágrafo único estabelecendo que “quaisquer outras despesas, não previstas neste artigo e que venham a ser necessárias ou exigíveis para a boa administração do patrimônio separado, poderão ser cobertas pela securitizadora com recursos do patrimônio separado, devendo tal decisão ser obrigatoriamente submetida à

ratificação dos investidores, por ocasião da assembleia geral de titulares prevista no artigo 21”.

8. **ARTIGO 15:** a redação sugerida para esse artigo, nas operações de CRA, traz duas disposições que afetam diretamente as companhias securitizadoras. O inciso IV do § 2º estabelece que a securitizadora deve **“transferir aos titulares dos certificados qualquer benefício ou vantagem que possa alcançar em decorrência de sua atuação na emissão”** (“Ponto 1”) e, no § 6º, impõe a ela a obrigação de **“utilizar-se de recursos próprios para promover a cobrança judicial ou extrajudicial dos créditos inadimplidos”**, no caso de não existir, no patrimônio separado, recursos suficientes para arcar com essa cobrança (“Ponto 2”).

8.1. **Comentários:** as companhias securitizadoras de crédito imobiliário, embora inicialmente constituídas para atuar especificamente com CRI, ampliaram mais recentemente seus objetos sociais e incorporaram às suas atividades também a emissão de CRA, o que justifica o interesse desta Associação no ponto aqui comentado.

8.2. A solidez do mercado secundário de créditos, tanto imobiliários quanto do agronegócio, pressupõe a existência de instituições sólidas e rentáveis, especialmente no caso daquelas que – como o são as securitizadoras – terão a responsabilidade de administrar as operações ao longo de todo o prazo de amortização estabelecido. Para tanto, é fundamental que tenham rentabilidade compatível com a responsabilidade que assumem nas operações, sendo dever legal de seus administradores<sup>1</sup> agir no sentido de assegurar esse objetivo.

8.3. Os dois dispositivos acima mencionados são, na avaliação desta Associação, extremamente gravosos para as companhias securitizadoras e vão de encontro ao propósito de dotar o mercado de empresas efetivamente sólidas e rentáveis.

<sup>1</sup> Lei 6.404, art. 154: O administrador deve exercer as atribuições que a lei e o estatuto lhe conferem para lograr os fins e no interesse da companhia, satisfeitas as exigências do bem público e da função social da empresa.

8.4. Com relação ao **Ponto 1**, a exigência de que sejam transferidos aos investidores – mesmo aqueles que ao final tenham recebido integralmente a remuneração prevista no certificado que adquiriram - “qualquer vantagem ou benefício que possa alcançar em decorrência de sua atuação na emissão”, não se coaduna com o papel legal assumido pelas securitizadoras na emissão dos certificados.

8.5. Nas operações de securitização, diferentemente do que ocorre com a figura de um administrador de fundos, o caráter fiduciário conferido à administração do patrimônio separado das emissões de CRI ou CRA não retira, da securitizadora, a condição legal de titular dos créditos que lastreiam a emissão, sendo bastante comum, por essa condição, a existência de emissões nas quais a securitizadora – ao estruturar a operação – o faz mantendo determinados ganhos que extrapolam a simples remuneração pela administração dos patrimônios separados, como no caso de *spread's* ou deságios aplicados na aquisição das carteiras e que a remuneram, na condição de titular dos créditos adquiridos, em relação ao custo incorrido com a emissão dos certificados subscritos pelos investidores.

8.6. Mesmo naquelas emissões em que não existem *spread's* ou deságios a apropriar, a boa administração, pela securitizadora, dos patrimônios separados – cobrando eficazmente os devedores, revendendo pelo melhor preço imóveis retomados, entre outros exemplos – pode resultar em ganhos que ultrapassam a remuneração combinada com os investidores.

8.7. Para atender essa situação, a Lei 9.514, que instituiu o SFI, expressamente previu, em seu artigo 16<sup>2</sup>, que eventuais sobras do patrimônio separado, após satisfeitos os direitos dos investidores, reverterão em benefício da securitizadora.

8.8. E é saudável que assim o seja, para que o mercado tenha companhias securitizadoras sólidas e rentáveis, aptas, por conseguinte, a assegurar o cumprimento das finalidades para as quais foram constituídas.

---

<sup>2</sup> “Lei 9.514, art. 16, § 2º. A baixa de que trata o parágrafo anterior importará na reintegração ao patrimônio comum da companhia securitizadora dos recebíveis imobiliários que sobejarem”.

8.9. Com relação ao **Ponto 2**, a imposição à securitizadora da obrigação de arcar, com seus próprios recursos, com os custos de execução das garantias na hipótese de inexistência de recursos para tanto no patrimônio separado, pode se tornar inócua, em especial pela inexistência, até o momento, de regras de capital mínimo que assegurem que a emissora disporá de recursos financeiros próprios para atender tal obrigação.

8.10. Não obstante válida a preocupação manifestada nesse item, dado que os investidores não poderiam ser prejudicados pela inércia na adoção das medidas necessárias à defesa de seus interesses, é preciso considerar que, especialmente no mercado de CRA, tem predominado as operações de lastro corporativo, nas quais não apenas é bastante limitada a possibilidade da securitizadora auferir ganhos adicionais na gestão da operação, como – por terem normalmente um único devedor – certamente não terão, no patrimônio separado, recursos disponíveis para execução das garantias em caso de inadimplência dos créditos que as lastreiam.

8.11. Também é importante ressaltar que grande parte das emissões realizadas são destinadas a investidores qualificados ou profissionais, com plena capacidade de análise da condição econômico-financeira das partes envolvidas e da estrutura da operação proposta, em especial dos fatores de risco que necessariamente deveriam elencar, dentre outros, a possibilidade de serem tais investidores convocados a aportar recursos para permitir a execução das garantias, em caso de insuficiência de recursos disponíveis, para essa finalidade, no patrimônio separado.

8.12. Já no caso de emissões destinadas a investidores não qualificados, parece-nos que seria mais eficaz exigir-se que, por ocasião da estruturação das operações, sejam obrigatoriamente estabelecidos mecanismos que assegurem recursos para execução das garantias em caso de inadimplência dos devedores, somente responsabilizando a securitizadora - e o coordenador líder da emissão, que é igualmente responsável pela estrutura da operação - por tais custos caso não tenham adotado essa precaução ou a tenham feito de forma insuficiente.

8.13. SUGESTÕES:

- (a) alterar a redação do inciso IV do § 2º, estabelecendo que a obrigação da securitizadora, de transferir aos titulares dos certificados qualquer benefício ou vantagem que possa alcançar em decorrência de sua atuação na emissão, **dar-se-á caso os investidores não tenham recebido integralmente a remuneração estabelecida no certificado por eles subscritos e até o limite necessário para integralizar essa remuneração;** e
- (b) alterar a redação dos parágrafos 5º e 6º, estabelecendo:
- (i) no § 5º, a obrigação da emissora e do coordenador líder da distribuição de **“instituir, por ocasião da estruturação das operações, mecanismos que assegurem a disponibilidade financeira necessária para exercício da cobrança judicial ou extrajudicial dos créditos inadimplidos e a adoção dos procedimentos necessários para a execução das garantias envolvidas, admitida – no caso de emissões destinadas a investidores qualificados ou profissionais – a inclusão dentre os fatores de risco, em substituição à exigência de instituição prévia desses mecanismos, da possibilidade de serem os investidores convocados a aportar recursos para essa finalidade ou deliberar pela liquidação do patrimônio separado mediante recebimento, em pagamento, dos ativos que remanescerem”**; e
- (ii) no § 6º, a imputação à securitizadora e ao coordenador líder da responsabilidade de **“arcar, nas emissões destinadas a investidores não qualificados, com os custos da cobrança referida no § 5º nos casos em que, por não previsão de mecanismos que assegurem a cobertura de tais custos ou no caso de sua insuficiência, o patrimônio separado não vier a dispor de recursos suficientes para tanto”**.
9. ARTIGO 15: ainda nesse artigo, em seu parágrafo quarto, a minuta ora proposta traz, como responsabilidade da securitizadora, “no âmbito do seu dever de

diligência, se assegurar da adequada integridade e existência dos créditos vinculados às suas emissões, de forma que possa, inclusive, fornecer ao custodiante os documentos requeridos no art. 14”<sup>3</sup>.

9.1. Entendemos que o dispositivo, acima reproduzido, trata restritivamente do dever de diligência, inerente à atividade da securitizadora, e não da responsabilidade pela existência do crédito, dado que esta é imputada ao cedente. Vale lembrar que, nos termos do art. 295<sup>4</sup> do Código Civil, o sentido da expressão *existência* envolve não só a exigibilidade do crédito, mas também a legitimidade do cedente para transmiti-lo e, sobretudo, a inteireza ou integridade do crédito, pelas quais responde o cedente, tal qual o vendedor responde pela evicção.

9.2. Contudo, para evitar interpretação inadequada, que estenda a responsabilidade da securitizadora além do seu dever de diligência, sugerimos pequeno ajuste de redação, de modo a deixar claro que o objeto do parágrafo 4º é, específica e exclusivamente, o exercício do dever de diligência da securitizadora, nestes termos:

“§ 4º. Sem prejuízo da responsabilidade legal do cedente, nos termos do art. 295 do Código Civil, a companhia securitizadora, no exercício do seu dever de diligência, deve envidar seus melhores esforços no sentido de se assegurar da adequada integridade e existência dos créditos vinculados às suas emissões, de forma que possa, inclusive, fornecer ao custodiante os documentos requeridos no art. 14”.

<sup>3</sup> Minuta anexa à Audiência Pública: “Art. 14. O custodiante é responsável pela guarda dos documentos comprobatórios que representam os direitos creditórios do agronegócio vinculados à emissão. § 3º Os documentos referidos no caput são aqueles que a emissora e o custodiante julguem necessários para que possam exercer plenamente as prerrogativas decorrentes da titularidade dos créditos, sendo capazes de comprovar a origem e a existência do crédito e da correspondente operação que os lastreiam.”

<sup>4</sup> Art. 295. Na cessão por título oneroso, o cedente, ainda que não se responsabilize, fica responsável ao cessionário pela existência do crédito ao tempo em que lhe cedeu; a mesma responsabilidade lhe cabe nas cessões por título gratuito, se tiver procedido de má-fé.



10. **ARTIGO 29:** ao alterar a Instrução CVM 414, acrescentando-lhe o artigo 16-A, a minuta proposta veda, às companhias securitizadoras, “adquirir direitos creditórios ou subscrever dívida corporativa de partes a ela relacionadas com o propósito de lastrear suas emissões”.

10.1. **Comentários:** preliminarmente, cabe destacar que a cessão de créditos, originados por instituições financeiras, a companhias securitizadoras de créditos imobiliários, já foi objeto de deliberação do Conselho Monetário Nacional, comunicada através da Resolução nº 2.686 do Banco Central do Brasil.

10.2. No art. 2º da norma acima mencionada, consta a menção expressa a cessões de crédito a empresas ligadas, apenas estabelecendo, para esses casos, a necessidade de que as informações a respeito dos créditos cedidos continuem sendo prestadas pela cedente à Central de Risco de Crédito<sup>5</sup>.

10.3. E, no art. 4º dessa mesma norma, fica claro que apenas está vedada, nesses casos, a cessão a prazo<sup>6</sup>.

10.4. A edição da norma, ora proposta por essa CVM, contraria, nesse aspecto, as disposições da resolução do Conselho Monetário Nacional, acima mencionada, podendo gerar conflitos de competência entre as disposições estabelecidas para as instituições financeiras e as normas editadas para as companhias securitizadoras.

<sup>5</sup> Resolução nº 2.686, art. 2º, parágrafo único. As informações a respeito de cessões de crédito a companhia securitizadora controlada ou coligada à cedente, direta ou indiretamente, e os cedidos com coobrigação ou outra forma de retenção de risco, devem ser regularmente prestadas à Central de Risco de Crédito, nos termos previstos na Resolução nº 2.390, de 22 de maio de 1997, e normas complementares”.

<sup>6</sup> Resolução nº 2.686, art. 4º. São vedadas: I – a recompra a prazo de créditos anteriormente cedidos, admitindo-se a recompra à vista, bem como a substituição dos mesmos, desde que previsto nos estatutos da cessionária; II – a cessão de créditos a prazo a companhia securitizadora com a qual a cedente mantenha vínculo de ligação, nos termos dos arts. 34 da Lei nº 4.595, de 31 de dezembro de 1964, e 17 da Lei nº 7.492, de 16 de junho de 1986”.

10.5. Além desse aspecto, é importante ressaltar que o conceito de “partes relacionadas” é bastante abrangente. Os normativos que dispõem a respeito dessa condição – entre os quais o art. 243 da Lei 6.404/76 e os Pronunciamentos Técnicos CPC 05 e 18, do Comitê de Pronunciamentos Contábeis – caracterizam como partes relacionadas quaisquer “acionistas, administradores, conselheiros e pessoal chave da administração” das companhias, ainda que não figurem como seus controladores, nos termos da Lei das S/A.

10.6. Embora evidente e louvável o propósito desse dispositivo, de evitar conflitos de interesses que possam macular as operações de securitização, sua abrangência excessiva irá afetar significativamente o funcionamento, podendo mesmo inviabilizar, companhias securitizadoras que, por terem entre seus acionistas – ainda que não controladores – instituições financeiras que operam com concessão de financiamentos imobiliários, ficarão com elas impedidas de operar.

10.7. Ressalte-se que tal situação já foi enfrentada nos primeiros anos de existência do SFI. Para reduzir o alcance da interpretação a ser dada ao art. 6º da Resolução 1.775, que veda às instituições financeiras a possibilidade de adquirir valores mobiliários emitidos por “empresa ligada” – e que poderia ter, para as instituições mencionadas no parágrafo anterior, o mesmo efeito da norma que ora se propõe -, o Conselho Monetário Nacional editou a Resolução 3.111, que estabelece que “não se aplica a vedação contida no art. 6º, § 2º, inciso VII<sup>7</sup>, da Resolução 1.775, de 6 de dezembro de 1990, quando instituição financeira e companhia securitizadora de crédito imobiliário emitente de Certificado de Recebíveis Imobiliários – CRI – possuam administrador comum que não exerça funções executivas na companhia emitente, observadas as demais disposições da referida resolução”.

10.8. **SUGESTÃO:** harmonizar as disposições da norma ora proposta às regras estabelecidas pelas Resoluções nº 2.686 e 3.111, do Banco Central do Brasil, o que poderá ser feito acrescentando-se, à redação sugerida para o inciso II do novo art. 16-A da ICVM 414, a expressão “*exceto no caso de direitos creditórios originados por ou dívidas*”

<sup>7</sup> “Res. 1775, art. 6º, § 2º, VII – que possa administrador comum à instituição”.

*corporativas de instituições financeiras, cuja negociação deverá observar as disposições editadas nesse sentido pelo Banco Central do Brasil”.*

A mesma recomendação, aqui formulada, é válida também para a redação contida no art. 16, inciso II, da minuta de Instrução apresentada nesta Audiência Pública.

11. **ARTIGO 32:** ao alterar a Instrução CVM nº 480, acrescentando-lhe o artigo 25-A, a minuta proposta estabelece que “para efeitos desta Instrução, em se tratando de companhia securitizadora, cada patrimônio separado é considerado uma entidade que reporta informação para fins de elaboração das suas demonstrações financeiras”, exigindo em consequência a elaboração, para cada emissão, de demonstrativos contábeis nos moldes dos exigidos para uma S.A.

11.1. **Comentários:** aqui também é louvável o propósito de não apenas reforçar o conceito da integridade do regime fiduciário e da sua independência em relação ao patrimônio da securitizadora - o que é fundamental para a segurança das operações de securitização, até mesmo à vista de eventos recentes ocorridos em casos de recuperação judicial de empresas do setor imobiliário -, como de oferecer aos investidores total visibilidade acerca da operação na qual investiram seus recursos.

11.2. Há que se considerar, porém, que os patrimônios separados, constituídos pelas companhias securitizadoras por ocasião da emissão de CRI - diferentemente do que ocorre, por exemplo, com os patrimônios de afetação das incorporadoras - **não tem registro independente junto à Receita Federal**, sendo impraticável o cálculo dos tributos devidos, de forma isolada, para cada patrimônio separado constituído, o que obriga a consolidação dos resultados das emissões no balanço da securitizadora emitente, para fins tributários.

11.3. Por essa razão, a forma de conciliar a disposição contida no art. 12 da Lei 9.514<sup>8</sup> com essa realidade prática tem sido, usualmente, a de incluir a demonstração analítica de cada patrimônio separado nas notas explicativas do balanço da securitizadora, procedimento esse já anteriormente apreciado por essa CVM<sup>9</sup>.

11.4. Tal procedimento, a nosso ver, não inviabiliza que esses patrimônios separados possam ser objeto de auditoria, ainda que de forma mais restrita do que a prevista para uma S.A., conforme vier a ser discutido e acordado com as empresas responsáveis por essa atividade.

11.5. Acrescente-se também, apenas para fins de registro, que ainda que seja possível superar a questão relacionada à inexistência de inscrição independente junto à Receita Federal, acima comentada, o prazo sugerido para elaboração e publicação das demonstrações financeiras de cada patrimônio separado, de até 03 meses do encerramento do exercício social, implicará em excepcional concentração de esforços para a geração, elaboração e revisão dessas demonstrações no primeiro trimestre de cada ano. Essa situação é especialmente gravosa para as companhias securitizadoras que se obriguem à divulgação de um número relevante de patrimônio separados.

11.6. **SUGESTÃO:** admitir que a obrigação de dar publicidade às demonstrações financeiras relativas a cada patrimônio separado, instituído por ocasião da emissão de CRI e CRA em regime fiduciário, **possa ser cumprida mediante inclusão de cada um desses demonstrativos contábeis em notas explicativas do balanço da securitizadora emitente, a serem elaboradas com os detalhes e na forma como vier a ser disciplinado por essa CVM.**

---

<sup>8</sup> Lei 9.514, art. 12. Instituído o regime fiduciário, incumbirá à companhia securitizadora administrar cada patrimônio separado, manter registros contábeis independentes em relação a cada um deles e elaborar e publicar as respectivas demonstrações financeiras.

<sup>9</sup> Ofício CVM SEP GEA-1 Nº 013/10, de 19 de janeiro de 2.010, emitido em resposta ao Ofício CIBR 0470.09, de 21 de maio de 2.009, da CIBRASEC.

### III – ENCERRAMENTO

12. Agradecendo a oportunidade de podermos nos manifestar e na expectativa de que os comentários acima sejam recebidos como decorrentes do propósito de contribuir para o contínuo crescimento e solidificação do mercado secundário de créditos imobiliários e do agronegócio, renovamos nossos protestos de estima e consideração, colocando-nos à disposição para quaisquer esclarecimentos adicionais julgados necessários.

Atenciosamente,



Gilberto Duarte de Abreu Filho

Presidente

