

São Paulo, 14 de julho de 2017.

OF.DIR. 053/17

Exmo. Sr.

Antonio Carlos Berwanger

Superintendência de Desenvolvimento de Mercado – SDM

Comissão de Valores Mobiliários – CVM

**Ref.: Edital de Audiência Pública SDM 01/2017 – Regime dos Certificados de Recebíveis do Agronegócio objeto de oferta pública de distribuição (“Edital”)**

Prezado Senhor,

Congratulamos a CVM pela iniciativa, que visa ao aperfeiçoamento da regulamentação do mercado de capitais brasileiro. A criação do arcabouço regulatório para o regimento dos CRA (Certificados de Recebíveis do Agronegócio) objeto de oferta pública de distribuição é de grande valia para o mercado de capitais e seu desenvolvimento, trazendo uma importante consolidação da indústria.

A ANBIMA (Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiros e de Capitais), na qualidade de representante das instituições que atuam no mercado financeiro e de capitais, reuniu um grupo de trabalho multidisciplinar com integrantes do Comitê de Finanças Corporativas e também com a participação de representantes de agentes fiduciários e securitizadoras para tratar das alterações propostas no edital de consulta pública.

Agradecemos, ainda, a oportunidade de contribuir para o processo de audiência pública com comentários e sugestões de aprimoramentos. Dessa forma, apresentamos a seguir nossas observações seguindo a estrutura da minuta em consulta.

1



## CAPÍTULO II – CARACTERÍSTICAS GERAIS

### Seção I – Definição, lastro e destinação dos recursos (art. 3º)

#### a) Constituição dos direitos creditórios (art. 3º – parágrafos 4º e 5º)

No artigo 3º, há um parágrafo específico que descreve os tipos de direitos creditórios que podem ser considerados para fins de vinculação aos CRA, quais sejam, (i) direitos creditórios que tenham como devedores ou cedentes pessoas físicas ou jurídicas caracterizadas como produtores rurais ou suas cooperativas; ou (ii) dívidas corporativas emitidas pelos terceiros referidos vinculadas a uma relação comercial existente entre o terceiro e produtores rurais ou suas cooperativas.

O CDCA (Certificado de Direitos Creditórios do Agronegócio) é um título de crédito nominativo, de livre negociação, representativo de promessa de pagamento em dinheiro e constitui título executivo extrajudicial, criado Lei 11.076/04. De acordo com previsto no inciso V, artigo 25, da lei supracitada, constitui requisito desse ativo a identificação dos direitos creditórios a ele vinculados e seus respectivos valores. Nesse contexto, o CDCA pode ser considerado título de dívida representando relação comercial direta entre terceiros e produtores rurais, ou ainda ser caracterizado como direito creditório representando a relação de demais direitos a ele vinculados. Dessa forma, visando atender a essa condição, incorporamos ao inciso I a possibilidade de os direitos creditórios serem constituídos por outros direitos que tenham devedores finais ou a ele vinculados:

*“§ 4º Os direitos creditórios do agronegócio referidos no caput devem ser constituídos por:*

*I – direitos creditórios que tenham como devedores  finais ou vinculados, ou cedentes pessoas físicas ou jurídicas caracterizadas como produtores rurais ou suas cooperativas; ou”*

O parágrafo 5º descreve que os direitos creditórios podem ser subscritos pela companhia securitizadora; há, porém, direitos creditórios que, por não se enquadrarem como valores mobiliários, não se aplica a subscrição,



apenas a aquisição desses ativos por parte das companhias securitizadoras. Sendo assim, sugerimos ajuste na redação conforme segue.

*“§ 5º Os direitos creditórios referidos no § 4º podem ser subscritos ou adquiridos diretamente pela companhia securitizadora, sem a necessidade de cessão por terceiros.”*

b) Destinação de recursos (art. 3º – parágrafo 7º)

Os parágrafos 6º e 7º do artigo 3º descrevem a destinação de recursos. Em especial o parágrafo 7º cita a forma de comprovação dessa destinação. Com o intuito de clarificar ao mercado, sugerimos a inclusão de redação para esclarecer que a comprovação deve ser realizada pelo devedor ou pelo cedente do lastro, uma vez que esses entes são os responsáveis por encaminhar os documentos necessários para a verificação por parte do agente fiduciário. Ademais, ressaltamos que essa sugestão vai ao encontro do operacional adotado pela Lei 12.431/11, que imputa ao emissor da debênture, ou ao cedente do lastro no caso de CRI (Certificados de Recebíveis Imobiliários) e FIDC (Fundos de Investimento em Direitos Creditórios), a responsabilidade tributária se o valor captado não for alocado no projeto de investimento. É importante frisar que a verificação realizada pelo agente fiduciário será na forma prevista do termo de securitização, o qual regerá a atuação do agente fiduciário.

Quanto aos documentos a serem encaminhados para que o agente fiduciário os verifique, a inclusão apenas de contratos para a comprovação exigida, como descrito na minuta, poderá restringir as formas possíveis de se comprovar a destinação de recursos.

O mercado do agronegócio é um segmento composto em grande parte por empresas de menor porte ou familiares, de modo que alguns devedores podem encontrar dificuldade em firmar contrato de compra e venda de insumos ou de fornecimento, por exemplo. É muito comum no mercado spot a apresentação de notas fiscais, faturas ou duplicatas, entre outros, como forma de comprovação do negócio com igual validade de um contrato. Entendemos, dessa forma, que essas empresas de menor porte, sejam compradoras sejam fornecedoras de produtos ou insumos do agronegócio, poderão ser penalizadas por tal exigência de contrato



considerando, por exemplo, a especificidade do mercado spot. Isto pode beneficiar apenas as grandes empresas com maior capacidade de firmar contratos, considerando a quantidade de produtores com quem possivelmente elas têm relacionamento. Sendo assim, segue sugestão de redação refletindo os comentários:

*“§ 7º A destinação dos recursos referida no § 6º deve ser comprovada pelo devedor por meio de contratos, notas fiscais, faturas, duplicatas, entre outros instrumentos ~~vigente~~ vinculados ao ~~entre-o~~ ~~terceiro-e-o~~ produtor rural, em montantes e prazos compatíveis com os da emissão do certificado, e verificada trimestralmente pelo agente fiduciário na forma prevista no termo de securitização.”*

Ademais, gostaríamos ainda de ratificar o entendimento no que tange a montantes e prazos compatíveis. Quando citamos “montante compatível” significa que poderá ser igual ou superior ao do certificado, uma vez que há emissões com sobrecolateralização, como a própria minuta de instrução já prevê em seu artigo 9º, inciso XIII. Quando citamos “prazo compatível” entendemos que poderá ser igual ou inferior ao do certificado, considerando estruturas com revolvência do lastro, conforme previsto no Capítulo II, Seção II, da minuta de instrução. Por fim, entendemos ser igualmente importante prever a possibilidade de a comprovação da destinação dos recursos ocorrer ao longo da vida da operação. Desta forma, por exemplo, no caso de um CRA de R\$ 100 milhões e quatro anos de prazo, o ente responsável por apresentar a comprovação da destinação do recurso poderia apresentar um contrato de aquisição de produtos agrícolas de R\$ 25 milhões por ano.

c) Recursos da oferta (art. 4º)

Entendemos que o que se buscou neste artigo foi limitar a utilização dos recursos do patrimônio separado da emissão do CRA em operações com derivativos de forma a não expor os investidores a um risco não associado ao agronegócio ou à estrutura da operação. Desta forma, uma vez que os recursos captados nas ofertas de CRA são destinados à liquidação da aquisição do lastro, conforme previsto nos parágrafos 5º e 6º do art. 3º da minuta de instrução, sugerimos o seguinte ajuste redacional de forma a ficar mais claro que se tratam dos recursos do patrimônio separado:



“Art. 4º Os recursos ~~captados em ofertas de CRA~~ do patrimônio separado não podem ser utilizados com operações envolvendo instrumentos financeiros derivativos, exceto se tais operações forem realizadas exclusivamente com o objetivo de proteção patrimonial.”

d) Denominação do certificado (art. 6º)

O artigo 6º dispõe sobre as informações que devem constar na denominação do certificado, além da identificação do devedor, do cedente ou da expressão “diversificado”.

Para os incisos I e II, entendemos que é necessário o esclarecimento de que tanto a identificação do devedor como a do cedente se refere ao lastro e não ao certificado, pois a “devedora” do CRA será sempre a securitizadora. Assim sendo, sugerimos alterações nos dois incisos, conforme se segue.

“I – da identificação do devedor do lastro, no caso de o CRA estar vinculado a um único devedor ou devedores sob controle comum;”

“II – da identificação do cedente do lastro, no caso de o CRA estar vinculado a direitos creditórios de titularidade de um único cedente ou cedentes sob controle comum; ou”

Atualmente o Código ANBIMA de Regulação e Melhores Práticas Ofertas Públicas de Distribuição e Aquisição de Valores Mobiliários, em seu Anexo I de Renda Fixa, Capítulo III, que trata das regras aplicáveis a CRI e que seguem por semelhança as melhores práticas para as ofertas públicas de CRA, define os lastros com diversos devedores ou cedentes como “pulverizados”; sendo assim, gostaríamos de propor a harmonização da nomenclatura, uma vez que o mercado já vem utilizando “lastro pulverizado”.

“III – da expressão “~~diversificado~~ pulverizado”, nas demais hipóteses.”

**Seção II – Revolvência (art. 7º)**



O artigo 7º descreve as situações em que é permitida a revolvência do lastro, atendendo às características das safras e culturas. Entretanto, seguindo este mesmo raciocínio, identificamos que não foram abarcados insumos agropecuários, máquinas e implementos utilizados na atividade agropecuária que são impactados também pelo ciclo de cada cultura. A manutenção do artigo como sugerido na minuta não permite a revolvência em operações como, por exemplo, a distribuição pública da 1ª Série da 12ª Emissão de Certificados de Recebíveis do Agronegócio da Octante Securitizadora S.A., na qual a Monsanto securitizou uma carteira de recebíveis decorrentes da venda de insumos agrícolas (adubos/defensivos) para produtores rurais. Os CRAs foram emitidos com prazo de três anos, porém os recebíveis têm prazo médio safra de 180 dias, sendo admitida a revolvência dos recebíveis desde que atendidos os critérios de elegibilidade descritos no Termo de Securitização. Operações semelhantes foram feitas com os distribuidores de insumos da Basf, Bayer e Nufarm e, em nosso entendimento, todas perfeitamente aderentes à redação do parágrafo único, artigo 23, da Lei 11.076 e da redação da nova Instrução de CRAs aqui em discussão.

Ademais, poderiam ser admitidas operações com revolvência de recebíveis decorrentes da venda de máquinas e implementos agrícolas (redação também do parágrafo único, artigo 23, da Lei 11.076) entre empresas produtoras ou revendedoras de máquinas e implementos agrícolas e produtores rurais. Nesses casos o CRA poderia ser emitido em prazo mais longo do que os prazos que tais produtores ou revendedores concederiam aos produtores rurais para pagamento das máquinas e implementos agrícolas. Cabe mencionar que há implementos agrícolas de curta vida útil, que são utilizados apenas em determinada safra e devem ser substituídos nas próximas, o que poderia também justificar eventual necessidade de revolvência.

Assim, entendemos ser de grande importância a inclusão da cadeia de produção do agronegócio na possibilidade de revolvência das emissões de CRA, compatibilizando, desta forma, o conceito abrangido pelo artigo 23, parágrafo 1º, da Lei 11.076/04:

*“Art. 7º É permitida a revolvência nas situações em que ciclo de plantação, desenvolvimento, colheita, comercialização dos produtos, insumos agropecuários ou de máquinas e implementos utilizados na*



*atividade agropecuária vinculados ao CRA não permita que, na sua emissão, sejam vinculados direitos creditórios com prazos compatíveis ao vencimento do certificado.”*

a) Utilização dos recursos no período de revolvência (art. 7º – parágrafo 5º)

Os recursos dos patrimônios separados, enquanto não utilizados para aquisição de novos direitos creditórios do agronegócio, podem ser investidos em outros ativos de baixo risco e com liquidez, conforme descrito no parágrafo 5º. Atendendo a essa exigência, sugerimos possibilitar que os recursos do patrimônio separado também possam ser investidos em certificados de depósitos bancários com liquidez diária, uma vez que tais instrumentos atualmente são amplamente utilizados em operações dessa natureza. Ademais, cabe mencionar que a sugestão está em linha com o previsto no parágrafo 1º, artigo 40, da Instrução CVM 356/01, que dispõe sobre os ativos em que se pode investir por meio de FIDCs com o saldo remanescente do patrimônio líquido do fundo não aplicado em direitos creditórios para atendimento às necessidades de liquidez.

*“§ 5º Os recursos referidos no caput, enquanto não utilizados para a aquisição de novos direitos creditórios, somente podem ser utilizados para aplicação em títulos públicos federais, operações compromissadas com lastro em títulos públicos federais, certificados e recibos de depósitos bancários com liquidez diária ou em cotas de fundos de investimento classificados nas categorias ‘Renda Fixa – Curto Prazo’ ou ‘Renda Fixa – Simples’, nos termos da regulamentação específica.”*

**Seção III – Classes de CRA (art. 8º)**

O artigo 8º descreve as classes em que os certificados podem ser segmentados e em seus parágrafos são listadas as características dessas classes.

De forma a adequar a regulamentação ao procedimento adotado pelo mercado e em linha com o previsto no artigo 37, inciso VII, da Lei 11.076/04, sugerimos que seja explicitado que a série subordinada poderá ter taxa de juros remuneratória flutuante, não necessariamente fixa, na data de emissão. Tal prática vai ao encontro com a Decisão-Conjunta 013 entre Bacen e CVM, aplicável também às ofertas públicas de CRI, que permitem



que o prêmio das debêntures/CRI tenha como base a variação da receita ou do lucro da companhia emissora, ou seja, ratifica o entendimento da não necessidade de estipular-se a taxa de juros fixa.

Assim, sugerimos a seguinte redação do parágrafo 1º, esclarecendo essa característica da classe subordinada.

*“§ 1º O CRA de classe subordinada pode se dividir em subclasses, sem a obrigação de definição de taxa fixa, com diferentes níveis de subordinação entre si, sendo a subclasse denominada ‘subordinada júnior’ aquela que se subordina às demais subclasses, denominadas ‘subordinada mezanino’.”*

#### **Seção IV – Termo de Securitização**

##### **a) Identificação do devedor (art. 9º – inciso I)**

Com relação ao artigo 9º, este descreve as informações que devem constar no termo de securitização, como a identificação do devedor, dispostas na alínea “a” do inciso I desse artigo.

Concordamos com a intenção desta Autarquia em promover maior transparência das ofertas públicas, porém entendemos que não há benefício ao investidor em disponibilizar a identificação de todos os devedores no Termo de Securitização, uma vez que tal processo pode se tornar impraticável se forem consideradas as emissões de CRA com lastros altamente pulverizados e, portanto, com diversos devedores, bem como emissões com a possibilidade de revolvência que são muito comuns em CRAs pulverizados. Desta forma, acreditamos que nas estruturas citadas, a disposição da relação dos devedores finais não tem relevância para análise por parte dos investidores, sendo mais apropriada a análise dos critérios de elegibilidade adotados pelo originador dos créditos, que será item obrigatório conforme exigido no inciso VI do artigo 9º. Por outro lado, para as estruturas de CRA denominadas no inciso I do artigo 6º, ou seja, cujo lastro esteja vinculado a um único devedor ou devedores sob controle comum, ratificamos a importância que tem o Termo de Securitização dispor a identificação do devedor.

Sendo assim, sugerimos que a identificação seja somente para o devedor cuja exposição for acima de 20% do lastro.





*“a) a identificação do devedor, quando este tiver exposição superior a 20% do lastro;”*

b) Disponibilização de política de derivativos (art. 9º – inciso VIII)

Entre as informações que devem contar no Termo de Securitização, o inciso VIII solicita a política de utilização de derivativos. Sendo a utilização desses instrumentos facultativa para a proteção patrimonial, preconizamos que seja refletida no inciso a faculdade de incluir no termo.

*“VIII – política de utilização de derivativos, quando houver;”*

c) Relação dos produtores rurais (art. 9º – inciso XIX)

O inciso XIX dispõe sobre a necessidade de disponibilizar no Termo de Securitização a relação dos produtores rurais que originaram os direitos creditórios ou que estão vinculados aos direitos creditórios cedidos. Em linha com o sugerido para a alínea “a” do inciso I, entendemos que também não há benefício ao investidor pela disponibilização da relação dos produtores rurais em CRA com devedores e cedentes pulverizados, uma vez que tal relação não é relevante para a avaliação do CRA e poderá ser modificada durante a vida do CRA devido às hipóteses de revolvência. Nesse caso, também acreditamos que devem ser analisados os critérios de elegibilidade conforme disposto no Termo de Securitização. Por fim, acreditamos que essa informação não traz benefício aos investidores em emissões de CRA com lastro em multicedentes e multissacados, denominado na minuta de instrução como “diversificado”, nos termos do inciso III do artigo 6º.

Sugerimos a inclusão de parágrafo para descrever que a relação dos produtores rurais será dispensada quando o certificado for denominado como “diversificado” ou “pulverizado” caso seja aceita a proposta da ANBIMA na Seção I, item “d”, deste ofício.

*“§ 2º A relação descrita no inciso XIX será dispensada para CRA definido como pulverizado.”*



d) Substituição dos direitos creditórios (art. 9º – parágrafo único)

O parágrafo único descreve que os direitos creditórios só poderão ser substituídos nos casos de vícios de cessão, porém entendemos que, para operações com lastro pulverizado, é importante haver a possibilidade de substituição de contratos que estejam inadimplentes por outros contratos adimplentes, de forma a manter o limite ou índice máximo de inadimplência a ser definido pelo Termo de Securitização. Cabe mencionar que, conforme já citado no inciso IV do artigo 9º, o Termo de Securitização deverá prever tal possibilidade e as condições para essa substituição.

Por fim, vale comentar que a utilização de estruturas com a previsão de substituição do lastro para atendimento ao limite ou índice máximo de inadimplência já é uma prática adotada pelo mercado em emissões de CRA com lastro pulverizado em emissões públicas nos termos das Instruções CVM 400/03 e 476/09.

*“Parágrafo único. A substituição referida no inciso IV do caput somente pode ocorrer nos casos de vícios na cessão que possam vir a afetar a cobrança dos direitos creditórios, incluindo, por exemplo, falhas na formalização desses direitos ou para recomposição do lastro de forma a manter o limite de inadimplência conforme previsto no Termo de Securitização.”*

### Seção V – Encargos (art. 10)

A minuta traz uma seção específica descrevendo as despesas que poderão correr a cargo dos recursos provenientes do recebimento dos direitos creditórios. Entendemos que se buscou um alinhamento com a Instrução CVM 555/15, que regula os fundos de investimento, definindo uma relação exaustiva de encargos para as emissões de CRA. Diante disso e buscando a harmonização das regras, propomos ajustes nos incisos III, IV, VI, X e XIII do artigo 10 e a inclusão de duas novas despesas que entendemos serem importantes ao produto de securitização:



“III – gastos com registro de documentos em cartório, impressão, expedição e publicação de relatórios e informações periódicas e outros expedientes de interesse dos titulares dos CRA previstas nesta Instrução e em regulamentação específica;”

“IV – expedição de correspondência de interesse dos titulares CRA, bem como despesas relacionadas, direta ou indiretamente, ao exercício de direito de voto decorrente dos CRA;”

“VI – gastos derivados da celebração de contratos de seguro bem como parcela de prejuízos não coberta por apólices de seguro e não decorrente de culpa ou dolo dos prestadores de serviços no exercício de suas funções;”

“X – liquidação, registro, negociação e custódia de operações com ativos bem como tarifas, emolumentos e comissões pagas relacionados aos CRA;”

“XIII – honorários de advogados, custas e despesas correlatas feitas em defesa dos interesses dos titulares do certificado, em juízo ou fora dele, inclusive o valor da condenação, caso o mesmo venha a ser vencido, inclusive no que se refere à execução/excussão das garantias;”

## CAPÍTULO III – OFERTA

### Seção I – Registro da oferta (art. 11)

O artigo 11 descreve que a oferta pública de distribuição de CRA depende de prévio registro na CVM e em seus parágrafos são listadas as características que devem ser seguidas para realizar tal registro.

Com objetivo de alinhamento das normas de securitização de certificados de recebíveis, sugerimos a inclusão de novo parágrafo possibilitando a emissão de CRA, com devedor ou coobrigado de sociedade empresarial, sem demonstração financeira arquivada na CVM, desde que seja para um público diferenciado de



investidores conforme já previsto nas ofertas públicas de CRA (Instrução CVM 414, parágrafos 4º e 5º do artigo 5º). Entendemos que essa estrutura destinada a investidores profissionais é importante fonte de financiamento para empresas de menor porte atuantes no setor do agronegócio.

“§ 7º Relativamente às sociedades empresariais responsáveis por mais de 20% (vinte por cento) do total emitido dos CRA, serão dispensados o arquivamento na CVM e a elaboração de demonstrações financeiras na forma prevista no § 2º, inciso III, alínea ‘c’ deste artigo, desde que os CRA:

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

II – sejam objeto de oferta pública com esforços restritos nos termos definidos na Instrução CVM nº 476.”

## Seção II – Ofertas para investidores não qualificados (art. 12)

A minuta trouxe a possibilidade de o CRA ser ofertado a investidores não qualificados, desde que observem as exigências dispostas no artigo 12.

Entendemos que as obrigações descritas nos incisos são cumulativas para a possibilidade de oferta pública a investidores não qualificados; sendo assim, sugerimos ajuste na redação do artigo para refletir tal entendimento.

*“Art. 12. Os CRA ofertados a investidores que não sejam considerados qualificados nos termos da regulamentação específica devem cumulativamente.”*



a) Atendimento aos requisitos (art. 12 – parágrafo 5º)

O parágrafo 5º do artigo 12 define que os certificados somente poderão ser adquiridos por investidores considerados não qualificados caso todos os requisitos do artigo sejam atendidos.

Entendemos que no momento da distribuição dos certificados cabe aos intermediários das ofertas de CRA se assegurarem de que todos os requisitos previstos na regulamentação estejam sendo cumpridos para que se possa ser subscrito aos investidores em geral. Para a negociação em mercado secundário, essa previsão se torna inviável operacionalmente trazendo grande insegurança jurídica aos intermediários que vierem a operacionalizar as ordens de investidores.

Ademais, os itens descritos nos incisos I a V do artigo 12 da minuta, diferentemente dos descritos nas Instruções 414/04 e 476/09 para negociação entre investidores não qualificados, não são objetivos e passíveis de verificação como prazo (lock up), por exemplo, requerendo um esforço analítico de cada negociação.

Por fim, cabe ressaltar que eventual mudança do público-alvo do CRA com restrição a investidores qualificados poderá gerar redução na liquidez em mercado secundário dificultando a saída pelos investidores não qualificados.

Desta forma, gostaríamos de esclarecer que os intermediários assegurarão o atendimento aos requisitos, na data de distribuição do certificado.

*“§ 5º Somente os certificados que atendam ao disposto neste artigo, na data de distribuição, podem ser adquiridos em mercados organizados de valores mobiliários por investidores considerados não qualificados.”*

## CAPÍTULO IV – PRESTADORES DE SERVIÇOS



## Seção I – Contratação (art. 13)

O artigo 13 da seção de contratação de prestadores de serviços descreve que a securitizadora deve contratar custodiante, escriturador, auditor independente e agente fiduciário, e que, excetuando-se o agente fiduciário, os prestadores de serviço devem ter registro na CVM.

Em especial, o custodiante, conforme descrito no próprio edital de audiência pública, é o responsável pela guarda dos documentos comprobatórios que representam os direitos creditórios do agronegócio vinculados à emissão, ou seja, qualquer atividade de verificação de lastro ou de sua existência, por exemplo, está sob a responsabilidade da securitizadora. Entendemos que a prestação de serviço do custodiante no CRA é diferente do papel de custodiante exigido pela Instrução CVM 542, que perpassa por diversas atividades, como, por exemplo, prestação de informações, acompanhamento do valor mobiliário custodiado, procedimentos e controles internos. Ademais, entendemos que as atividades do custodiante atribuídas ao CRA também diferem do exigido na Instrução CVM 356 para as estruturas de FIDC, na qual sua atividade vai além da guarda dos documentos referente aos direitos creditórios, sendo responsável também pela verificação dos critérios de elegibilidade.

Além disso, há ativos, como as debêntures, por exemplo, em que o lastro não é físico, e sim escritural, não necessitando de custodiante para a guarda de documentações; apenas há o registro nas câmaras registradoras. Podemos citar também o CDCA, que já tem previsão legal de custódia, conforme previsto no parágrafo 1º, artigo 25, da Lei 11.076.

Desta forma, sugerimos a seguinte redação:

*“Art. 13. A companhia securitizadora deve contratar, às expensas de cada emissão, os seguintes prestadores de serviços:*

*I – custodiante, se aplicável à estrutura do CRA;*

*II – escriturador;*

*III – auditor independente; e*



IV – agente fiduciário.

Parágrafo único. Os prestadores de serviço referidos nos incisos I a III do caput devem possuir registro na CVM para exercer ~~cada~~ a atividade listada.”

## Seção II – Responsabilidades e obrigações – Securitizadora (art. 15)

A seção II do capítulo de prestadores de serviços que se refere às responsabilidades e obrigações segmentou as atribuições para os custodiantes e para as securitizadoras.

O artigo 15 faz menção especificamente para as responsabilidades da securitizadora, incluindo atividades de monitoramento, controle e processamento dos ativos e compromissos vinculados à emissão, bem como de cobrança dos direitos creditórios.

Com relação especificamente ao inciso IV do parágrafo 2º, vale destacar que as securitizadoras não cobram taxa de administração e não têm remuneração atrelada à performance na cobrança dos direitos creditórios. Os CRAs, ativos de securitização, são títulos de renda fixa emitidos com taxa de retorno pré-definida. O que o investidor busca é seu retorno nas condições estabelecidas, ou seja, receber o principal mais juros no prazo da operação. Em operações envolvendo mais de uma classe de CRA, sênior e subordinada, muitas vezes o excedente é revertido ao próprio investidor da classe subordinada, representado muitas vezes pelo cedente do lastro, ou será a remuneração da série subordinada, após pagamento da série sênior. Nessas condições, o benefício é revertido ao agente, além disso, esses excessos de fluxos têm sua destinação descrita na cessão de crédito ou no Termo de Securitização. Por haver condições diferenciadas a depender de cada estrutura específica, e prezando pela condição de retorno do CRA por ser um ativo de renda fixa, sugerimos a exclusão desse item na norma, devendo ser tratado em cada termo de securitização.

~~“IV – transferir aos titulares dos certificados qualquer benefício ou vantagem que possa alcançar em decorrência de sua atuação na emissão;”~~



Ainda entre as obrigações da securitizadora, há o parágrafo 6º que descreve que caso os recursos do patrimônio separado sejam insuficientes para arcar com cobrança judicial ou extrajudicial dos créditos inadimplidos e a adoção dos procedimentos necessários para a execução das garantias envolvidas, além de outras cobranças que a companhia securitizadora realizar, esta deve se utilizar de recursos próprios, de modo a não se eximir de sua obrigação, exercendo suas atividades com boa-fé, transparência, diligência e lealdade em relação aos detentores dos certificados.

Apesar de compreendermos que o objetivo dessa previsão é de não permitir que companhias securitizadoras se eximam de suas responsabilidades em envidar os melhores esforços para garantir os direitos dos investidores mesmo em caso de insuficiência do patrimônio separado, é importante ressaltar que a previsão do parágrafo 6º pode afetar a proteção ao investidor, instituída pelo patrimônio separado, no sentido de segregar os bens e direitos que integram cada patrimônio separado das obrigações das securitizadoras. Com tal previsão, o investidor, no momento de sua tomada de decisão, deverá analisar não só o risco de crédito do devedor da operação como também da companhia securitizadora, o que não nos parece ser o objetivo em operações de securitização.

Usualmente é previsto no Termo de Securitização a criação de fundo de despesa ou fundo de reserva para arcar com custos e despesas não previstas e fazer frente às situações adversas. Com essa previsão em vigor, as estruturas futuras continuarão com a necessidade de compor tal fundo de despesas ou de reserva, porém com volume de recursos substancialmente maior do que é constituído atualmente, podendo, em algumas situações, a depender da estrutura do CRA, volume ou garantia, inviabilizar estruturas de securitização via CRA ou CRI. Tal medida poderá trazer um passivo muito relevante para as companhias securitizadoras que atualmente não têm, e dificilmente terão, mesmo com acréscimo em sua remuneração, PL (patrimônio líquido) suficiente para fazer frente a essas despesas. Isso pode ser percebido quando fazemos análise cruzada do PL das companhias securitizadoras versus o PL do patrimônio separado.

Adicionalmente, podemos citar que haveria impacto na avaliação de risco (rating) da securitizadora se essa condição for considerada. Ao exigir, nesse parágrafo, o uso dos recursos próprios pela securitizadora, o efeito automático será fragilizar o instituto do patrimônio separado.





Cabe ressaltar que, de acordo com o artigo 12 da Lei 9.514/97, cabe à securitizadora administrar cada patrimônio separado, manter registros contábeis independentes em relação a cada um deles e elaborar e publicar as respectivas demonstrações financeiras, sendo que o parágrafo único do artigo supracitado limita a responsabilidade da securitizadora em arcar com recursos próprios frente ao patrimônio separado apenas pelos prejuízos que causar por descumprimento de disposição legal ou regulamentar, por negligência ou administração temerária ou, ainda, por desvio da finalidade do patrimônio separado.

Desta forma, entendemos que a responsabilidade em arcar com custos de cobrança judicial ou extrajudicial dos créditos inadimplidos e a adoção dos procedimentos necessários para a execução das garantias envolvidas é de responsabilidade do patrimônio separado. Sendo que, mesmo após a securitizadora envidar os melhores esforços para a cobrança e execução das garantias e, ainda assim, os recursos do patrimônio separado sejam insuficientes, a securitizadora poderia proceder ao resgate antecipado dos CRAs mediante a entrega dos direitos creditórios, tal como é possível em FIDC no caso de sua liquidação antecipada, conforme parágrafo 1º, artigo 15, da Instrução CVM 356/03.

Por fim, cabe mencionar que, diferentemente do operacional existente em fundos de investimentos fechados, em operações de securitização via CRI e CRA não é possível emitir novos CRAs da mesma série e do mesmo patrimônio separado para fazer frente às despesas.

Assim, sugerimos que, no caso de o patrimônio separado ser insuficiente e todos os esforços de cobrança estiverem esgotados, os ativos que compõem o patrimônio separado, incluindo eventuais garantias, possam ser transferidos aos investidores em pagamento.

*“§ 6º Caso os recursos do patrimônio separado sejam insuficientes para arcar com a cobrança referida no § 5º, a companhia securitizadora ~~deve~~ poderá transferir os ativos que compõem o patrimônio separado, incluindo eventuais qarantias, como pagamento para os investidores se utilizar de recursos próprios, de modo a não se eximir da obrigação referida no inciso III do § 2º, nem da responsabilidade disposta no § 3º.”*



### Seção III – Vedações (art. 17)

Especificamente para o agente fiduciário é vedada a possibilidade de esse ente ou suas partes relacionadas atuarem como custodiante. Em linha com os argumentos supracitados, entendemos não ser necessária essa vedação, uma vez que, no entendimento desta Associação, não há conflito de interesse entre as atividades, sendo elas, inclusive, complementares e auxiliares.

Reduzir ou eliminar conflitos de interesses é um objetivo salutar de qualquer norma, em especial em operações de securitização no mercado de valores mobiliários, de que é exemplo a Instrução CVM 356/03 e sua modificação por meio da Instrução CVM 531/13.

Nos termos da Lei 11.076, o agente fiduciário atua em nome dos investidores com a função de supervisionar as atividades da securitizadora zelando pelos interesses dos investidores. No entanto, corroboramos o entendimento desta Autarquia de que, embora a atividade de custódia não esteja prevista em lei, ao manter a guarda dos documentos comprobatórios, o custodiante atua no sentido de prover conforto aos investidores, por meio de um prestador de serviços independente da securitizadora.

Como se vê, a função de ambos – custodiante e agente fiduciário – ocorre em nome e no interesse dos investidores, desta forma, entendemos que não há conflito de interesses entre essas atividades, porque, nos dois casos, a securitizadora é a pessoa jurídica que se relaciona com estes prestadores de serviços. Em resumo, há muito mais identidade de interesses entre custodiante e agente fiduciário. Além disso, a ausência de conflito de interesse entre o agente fiduciário e o custodiante é reforçada pelo artigo 15 da Lei 9.514, que prevê, em caso de insolvência da companhia securitizadora, que o agente fiduciário assumirá imediatamente a *custódia* e administração dos créditos imobiliários integrantes do patrimônio separado.

Além disso, atualmente as operações já têm a guarda das documentações junto com o agente fiduciário. Entendemos isto ser bom para os investidores e para o papel, tendo em vista que, no caso de insolvência ou



necessidade de liquidação, o agente fiduciário já possui as documentações, podendo exercer suas atribuições de forma mais célere. Ressaltamos que o agente fiduciário já é responsável, conforme disposto na ICVM 583/16, por verificar a exequibilidade e suficiência da garantia do ativo, ou seja, é interessante que esse agente também guarde os documentos.

Já com relação à escrituração dos CRAs, a ausência de conflito de interesses é evidente, uma vez que há identidade de interesses entre escriturador e agente fiduciário, já que a atuação de ambos visa o melhor interesse dos investidores.

Sendo assim, sugerimos a redação a seguir:

*“Art. 17. Exceto pelo disposto no parágrafo único, é vedado ao agente fiduciário ou partes a ele relacionadas ~~atuar como custodiante ou~~ prestar quaisquer outros serviços para a emissão, incluindo aqueles dispostos no caput do art. 15, devendo a sua participação estar limitada às atividades diretamente relacionadas à sua função.*

*Parágrafo único. A vedação prevista no caput não se aplica à atividade de escrituração dos CRA e de custódia de que tratam esta instrução.”*

## CAPÍTULO V – ASSEMBLEIA GERAL

### Seção I – Competência (art. 21)

O artigo 21 da minuta descreve as deliberações que competem à assembleia geral de titulares, e em seu inciso I estabelece que a assembleia deve deliberar sobre as demonstrações contábeis do patrimônio separado apresentadas pela securitizadora, acompanhadas do relatório dos auditores independentes.



Quanto a essa exigência, há algumas preocupações do mercado em especial com a necessidade de a assembleia aprovar as demonstrações financeiras de cada patrimônio separado, principalmente quando não há ressalva. Acreditamos que a aprovação em assembleia trará custos adicionais às emissões de CRA, uma vez que convocações devem ser publicadas em jornal de grande exposição, podendo reduzir a remuneração do investidor. Além disso, o processo pode exigir alta burocracia para aprovação de matéria de baixa relevância, quando nos referimos a demonstrações financeiras que não contam com ressalvas dos auditores independentes. Tal processo é ainda mais custoso em CRA com uma base de investidores muito pulverizada.

Desta forma, para esse ponto sugerimos que só haja a necessidade de convocar a assembleia para aprovação das demonstrações financeiras caso tais demonstrações apresentem ressalvas.

*“I – as demonstrações contábeis do patrimônio separado apresentadas pela securitizadora que tiverem ressalvas, acompanhadas do relatório dos auditores independentes, em até 120 (cento e vinte) dias após o término do exercício social a que se referirem;”*

Por fim, gostaríamos de ratificar o entendimento de que as informações divulgadas sejam apenas disponibilizadas aos investidores no website da companhia securitizadora bem como no sistema IPE da CVM, visando ao fácil acesso pelo investidor.

a) Alteração do termo de securitização (art. 22)

O parágrafo único cita que as alterações realizadas no termo de securitização sem a deliberação da assembleia devem ser comunicadas aos titulares. Ressaltamos a importância em esclarecer como será a forma de comunicação, que em nosso entendimento deverá ser via correio eletrônico, disponibilização no sistema IPE da CVM e no website da securitizadora. Nossa sugestão é a criação de um novo parágrafo para refletir tal esclarecimento.

*“§ 2º A comunicação referida no § 1º dar-se-á por meio de correio eletrônico, disponibilização no site da CVM e no site da securitizadora.”*



Ainda no artigo 22, sugerimos incluir um item no rol taxativo de situações. Algumas vezes é necessário aditar o termo de securitização para corrigir alguns erros formais, como dados da operação, valores, CNPJ e afins, erros de digitação ou até mesmo para deixar mais claro algum conceito já previsto.

Sugerimos incluir um inciso para abarcar também esses casos sem necessidade de convocação de assembleia.

*“V – decorrer de erro material seja ele de digitação ou aritmético ou meramente procedimental;”*

## **Seção II – Convocação e instalação (art. 23)**

A minuta já prevê a possibilidade de segunda convocação da assembleia geral, porém o artigo 23, o qual descreve o prazo para convocação, apenas discrimina um prazo mínimo de 20 dias. Para harmonização com o prazo disposto pela Lei 6.404, de 15 de dezembro de 1976, conforme alterada (“Lei das S.A.”) no artigo 124, sugerimos reduzir o prazo para a primeira convocação incluir o prazo de oito dias para a segunda convocação.

*“Art. 23. A assembleia geral deve ser convocada na forma estipulada no termo de securitização, com antecedência mínima de ~~20 (vinte)~~ 15 (quinze) dias para a primeira convocação ou 8 (oito) dias para a segunda convocação, devendo conter a descrição dos assuntos a serem discutidos e votados.”*

Os parágrafos do artigo 23 possibilitam a convocação de assembleia por parte dos investidores que detenham no mínimo 5% da emissão e descrevem a forma como será realizada a convocação. O prazo para a securitizadora ou o agente fiduciário convocar a assembleia foi estipulado em 30 dias contados do recebimento da solicitação dos investidores; todavia, entendemos que esse prazo poderia ser reduzido para dez dias úteis, visando menor prazo para dar seguimento à solicitação dos investidores.



*“I – ser dirigida à companhia securitizadora ou ao agente fiduciário, que devem, no prazo máximo de 10 (dez) 30 (trinta) dias úteis contado do recebimento, realizar a convocação da assembleia geral às expensas dos requerentes; e”*

Ao final do artigo, o parágrafo único cita que os titulares podem votar por meio de comunicação escrita ou eletrônica. Tendo em vista que hoje a norma de voto eletrônico apenas abarca as ações, sugerimos que se inclua no parágrafo que a regulação ainda será editada.

*“Parágrafo único. Os titulares podem votar por meio de comunicação escrita ou eletrônica, de acordo com regulação a ser editada, desde que previsto no termo de securitização.”*

### **Seção III – Deliberação (art. 25)**

O parágrafo 4º deste artigo trata da convocação da assembleia, pelo agente fiduciário, em casos de insuficiência dos ativos que compõem o patrimônio separado. O parágrafo descreve que a assembleia deverá ser convocada com no mínimo 20 dias de antecedência e segmenta o quórum de instalação para primeira e segunda convocação.

Em linha com os ajustes solicitados para o artigo 23 e a fim de que haja prazo de convocação distinto para cada inciso do parágrafo 4º, sugerimos incluir o prazo de 15 dias para primeira convocação e 8 dias para segunda convocação, seguindo também a Lei das S.A.

*“§ 4º A assembleia geral referida no art. 19 deve ser convocada mediante edital publicado 3 (três) vezes, com antecedência mínima de 15 (quinze) dias para a primeira convocação ou 8 (oito) dias para a segunda convocação, ~~com antecedência de 20 (vinte) dias,~~ em jornal de grande circulação editado na localidade em que tiver sido feita a emissão, e deve ser instalada:”*



Ainda no parágrafo 4º, o inciso I cita o quórum para a assembleia ser instalada em primeira convocação, sendo dois terços do valor dos certificados. Acreditamos que o quórum deveria ser dos certificados em circulação, retirando assim os certificados em posse das tesourarias da devedora, cedente ou securitizadora, e de partes vinculadas.

*“I – em primeira convocação, com a presença de titulares que representem, pelo menos, dois terços ~~de~~ ~~valor~~ dos certificados em circulação; e”*

O inciso II do parágrafo 4º descreve que a assembleia será instalada em segunda convocação com qualquer número, porém há a necessidade de deliberação por maioria absoluta desse capital. Acreditamos que tal inclusão não é necessária, tendo em vista que o quórum para deliberação já está definido no artigo 25, sendo a maioria de votos dos certificados presentes.

*“II – em segunda convocação, com qualquer número, ~~sendo válidas as deliberações tomadas pela maioria absoluta desse capital.~~”*

Já o artigo 26 especifica quais entes não podem votar nas assembleias gerais, entre eles a companhia securitizadora e os prestadores de serviços, bem como seus sócios, diretores e funcionários e respectivas partes relacionadas.

Sugerimos ainda incluir um inciso III para mencionar especificamente a devedora e a cedente, se houver, dos direitos creditórios lastro dos CRAs, seguindo o mesmo raciocínio de restringir os votos para pessoas não relacionadas à emissão.

*“III – a devedora e a cedente, se houver, dos direitos creditórios lastros dos CRA, seus sócios, diretores e funcionários bem como respectivas partes relacionadas;”*

## CAPÍTULO VI – PENALIDADES



## Penalidades (art. 27)

No artigo 27, que descreve quais exigências são consideradas como infração grave, percebemos que há um item adicional não existente na minuta. Sendo assim, sugerimos a exclusão do § 7º do artigo 8º. Além disso, o artigo refere a si próprio, entendemos que o intuito é remeter como infração grave o artigo 26.

*“Art. 27. Considera-se infração grave, para efeito do disposto no art. 11, § 3º, da Lei n.º 6.385, de 7 de dezembro de 1976, a violação dos arts. 3º ao 5º; 7º, §§ 1º ao 5º; 8º, § 2º e ~~§ 7º~~; 9º, parágrafo único; 10 ao 13; 16 ao 20; 24 e ~~26~~ 27 desta Instrução.”*

## CAPÍTULO VII – DISPOSIÇÕES FINAIS E TRANSITÓRIAS

### a) Alteração na ICVM 400

O artigo 28 acrescenta o item 5.4 ao Anexo III-A da Instrução 400, que diz sobre a necessidade de ser apresentado um relatório que demonstre os impactos nos indicadores financeiros do devedor ou do coobrigado referentes à dívida que será emitida para lastrear o certificado.

Entendemos que esta necessidade se aplica somente no caso em que o devedor do lastro seja também o beneficiário final da captação dos CRAs, sendo que nessa situação ratificamos a necessidade de haver esse relatório, pois efetivamente haverá impacto na condição financeira do devedor.

Já em estruturas que a emissão do CRA não causa impacto no balanço do devedor, como em situações nas quais eventualmente o devedor não é parte ativa na emissão do CRA, pois sua dívida foi antecipada pelo credor (cedente) por meio da emissão do CRA, entendemos que não deveria ser aplicável o relatório, uma vez





que o compromisso financeiro antecede à emissão do CRA e o balanço do devedor na data da emissão do CRA já conta com o reflexo dessa obrigação em seu passivo.

*“5.4 Em se tratando de devedores ou coobrigados responsáveis por mais de 20% (vinte por cento) dos direitos creditórios, nos casos em que o lastro dos CRA for uma dívida corporativa cuja integralização dar-se-á com recursos oriundos dos CRA, além das informações referidas nos itens 5.2 e 5.3, deve ser apresentado um relatório que demonstre os impactos nos indicadores financeiros do devedor ou do coobrigado referentes à dívida que será emitida para lastrear o certificado.” (NR)*

#### **b) Alteração na ICVM 414/04**

Parece-nos ser importante, para a criação de um mercado padronizado, que as normas específicas sejam claras e objetivas, evitando, por consequência, a divergência de entendimento no mercado. Neste sentido, consideramos que seria vantajoso que as regras para negociação ou distribuição de valores mobiliários estivessem condensadas nas normas específicas para isso, ou seja, nas Instruções CVM 400/03 ou 476/09, conforme o caso.

Desta forma, solicitamos que a vedação de negociação pelo prazo de 18 meses, do encerramento da distribuição para a negociação dos certificados que tenham como devedor, acima de 20% do lastro da emissão, sociedade anônima sem demonstração financeira arquivada na CVM e auditada por auditor independente registrado na CVM, previsto no parágrafo 5º do artigo 5º, seja excluída da ICVM 414, conforme a seguir:

*~~“5º Na hipótese de que trata o inciso II do §4º deste artigo, os CRI subscritos somente poderão ser negociados pelo titular antes de completados 18 (dezoito) meses do encerramento da distribuição, caso a negociação se dê entre os titulares dos CRI, ou caso o titular aliene todos os CRI subscritos para um único investidor.”~~*



Bem como a alteração do inciso II do parágrafo 4º, deixando claro que o procedimento a ser adotado nesse caso é o estabelecido na Instrução CVM 476/09:

*“II – sejam objeto de oferta pública com esforços restritos nos termos definidos na Instrução CVM nº 476.”*

Visando, ainda, ao alinhamento das normas de CRI e CRA, sugerimos a inclusão no artigo 6º da ICVM 414 de dispositivo tratando do lastro performado referente a dívida corporativa, conforme tratado na presente minuta de instrução. Propomos que as emissões de CRI com este lastro sejam enquadradas como crédito performado, desde que não estejam condicionados a qualquer evento futuro, além de instituir o regime fiduciário, em linha com a presente audiência pública e com a Deliberação CVM 772, de 7 de junho de 2017. Desta forma, sugerimos a inclusão de um parágrafo 3º ao artigo 6º:

*“§ 3º Equiparam-se aos créditos performados as dívidas corporativas vinculadas à emissão, desde que os pagamentos devidos não estejam condicionados a qualquer evento futuro.”*

## QUESTIONAMENTO NO EDITAL DE AUDIÊNCIA PÚBLICA

A CVM em seu edital de audiência pública trouxe um questionamento ao mercado referente à possibilidade de um mesmo negócio jurídico servir de base para duas emissões distintas. Nosso entendimento é de que o risco de crédito seria o mesmo, quando, por exemplo, a mesma operação pudesse gerar uma dívida para o terceiro e um direito creditório para o produtor rural.

Como o próprio edital cita que a minuta de instrução não previu vedação específica para esses casos, esta Associação concorda que não há necessidade de vedação normativa, pois entendemos que tanto o instrumento utilizado como lastro da emissão do CRA como o recurso financeiro captado com essa emissão são diferentes para cada emissão de CRA, possibilitando o fomento de toda a cadeia do agronegócio.



O edital traz o entendimento de que o risco de crédito final pode ser o mesmo, no entanto entendemos que cada operação tem sua análise de crédito, além da due diligence que deverá ser realizada para estruturar um CRA; desta forma, o risco é intrínseco ao negócio do agronegócio e deverá estar abarcado na análise de crédito como já mencionado.

A título de exemplo, no caso de um CRA com lastro em debêntures cuja destinação de recursos se dará para fazer frente a determinado contrato de compra de insumos, não vislumbramos problemas no caso de o vendedor dos insumos em questão também realizar uma operação de CRA com lastro no contrato de venda dos insumos. Neste caso, teríamos duas emissões de CRA com o mesmo risco de crédito (o devedor das debêntures é o mesmo devedor do contrato de venda de insumos), mas a análise de crédito já deveria contemplar ambas as obrigações.

Adicionalmente, gostaríamos que fosse avaliada a possibilidade de incluir como lastro de operações dos certificados as dívidas contraídas cuja destinação dos recursos seja para: (i) quitação de obrigações contraídas para financiamento à produção agrícola, buscando, por exemplo, uma dívida de mais longo prazo em substituição a uma dívida curto prazo e (ii) reembolso de investimentos agrícolas realizados em prazo anterior à emissão do CRA. Entendemos ser razoável estipular um prazo, podendo, por exemplo, ser feita uma analogia com a Lei 12.431 que trata de debêntures de infraestrutura, cujo prazo para retroagir a destinação dos recursos é de investimentos realizados nos últimos 24 meses contados da data do encerramento da oferta pública. Esse procedimento previsto pela Lei 12.431 é inclusive aplicável às ofertas públicas de CRI.

Em ambos os casos citados, existe a segurança de que a destinação dos recursos foi de fato efetivada, cumprindo de antemão as condições para enquadramento de lastros de CRA e o objetivo da lei que trouxe isenção fiscal para esses títulos, sem necessidade de processos para monitoramento dos investimentos futuros.

Por fim, sugerimos a esta Autarquia que seja estabelecido tratamento às ofertas de CRA já emitidas e em circulação (estoque).



Entendemos que a norma não deveria ser aplicável aos CRAs já emitidos e ainda em circulação, uma vez que devem prevalecer as disposições já pactuadas com os investidores no Termo de Securitização. É importante comentar que tais operações foram estruturadas e distribuídas nos termos da regulamentação vigente à época, e os investidores têm ciência dessas condições, então uma eventual necessidade de ajuste poderá gerar custos adicionais às estruturas que pode afetar a remuneração do investidor.

Ainda com relação ao estoque, entendemos ser de interesse dos participantes desta indústria, bem como dos investidores, a adaptação dos CRAs em estoque no tocante à segregação das informações financeiras de cada patrimônio separado. No entanto, entendemos que deverá haver prazo para adaptação contábil de pelo menos seis meses, considerando que tal demanda poderá, inclusive, gerar a necessidade de aumento das equipes nas companhias securitizadoras.

Por fim, com relação à vigência da norma, propomos seja estabelecido prazo de 90 dias após sua divulgação, para que seja possível a adaptação de emissões que estejam em processo de estruturação e até mesmo de operações que estejam em análise por esta Autarquia.

Quanto às demais alterações propostas, a ANBIMA não possui comentários adicionais.

Sendo o que nos cumpre para o momento, aproveitamos a ocasião para renovar os nossos votos de elevada estima e distinta consideração.

Atenciosamente,

ORIGINAL ASSINADO POR

**Sérgio Mychkis Goldstein**  
Presidente do Comitê de Finanças Corporativas da  
ANBIMA

