

À  
**Superintendência de Desenvolvimento de Mercado - SDM**

São Paulo, 14 de julho de 2017.

**Ref.: Edital de Audiência Pública SDM nº 01/17 – Comentários à Minuta de Instrução sobre os Certificados de Recebíveis do Agronegócio (“Audiência Pública”)**

Prezados Senhores,

Em atenção aos termos da Audiência Pública em referência, servimo-nos da presente para apresentar comentários pontuais à minuta de Instrução desta Comissão de Valores Mobiliários para regular a emissão e distribuição pública de Certificados de Recebíveis do Agronegócio (“CRA”).

• **Art. 3º:**

*Art. 3º O CRA deve ser vinculado a direitos creditórios originários de negócios realizados nas cadeias de produção agroindustriais.*

*§1º Os direitos creditórios que tratam o caput deste artigo deverão estar representados por contratos, títulos e/ou outros valores mobiliários que sirvam ao fomento de produtores rurais e suas cooperativas, nas atividades de:*

*I - fornecimento de insumos, entre eles fertilizantes, defensivos, sementes, máquinas, inclusive automotrizas, e equipamentos agrícolas;*

*a) integram a consecução dessa atividade as operações realizadas através das revendas e distribuidoras de insumos.*

*II - beneficiamento, industrialização, armazenamento, comercialização e logística de produtos, subprodutos e resíduos de valor econômico de origem agrícola, pecuária, de reflorestamento e de aquicultura;*

*a) considera-se a produção integrada vertical as atividades de beneficiamento e industrialização praticadas por produtor rural na forma empresária, conforme destaque das atividades citadas em seu objeto social.*

*b) serão consideradas atividade de armazenamento aquelas descritas no Sistema de Armazenagem dos Produtos Agropecuários, Subprodutos e*



*Resíduos de Valor Econômico conforme disposições da Lei nº 9.973, de 29 de maio de 2000.*

*III - financiamento, ainda que corporativo, das atividades descritas nos itens I e II acima.*

*a) dívidas corporativas emitidas pelos terceiros referidos no inciso III, acima, vinculadas a uma relação comercial existente entre o terceiro e produtores rurais ou suas cooperativas.*

*b) os recursos recebidos por terceiros com a emissão da dívida utilizada como lastro de CRA devem ser destinados a produtores rurais e suas cooperativas, para fins de comprovação da vinculação referida no item a), acima.*

*IV - financiamento, ainda que corporativo, obtido por produtores rurais ou suas cooperativas.*

*§ 3 Os direitos creditórios referidos nesse artigo devem contar com certeza, liquidez e exigibilidade, ainda, não estar sob condição.*

**Comentário:** A redação sugerida pela CVM poderá limitar a utilização de algumas operações que já são feitas atualmente, mais especificamente aquelas que não envolvem diretamente o produtor rural, mas que o beneficiam na integração das atividades econômicas que compõem a produção. Neste sentido, sugerimos a substituição da redação proposta pela CVM, preservando o conceito tradicional de agronegócio e às atividades que o compõem, geradoras de direitos creditórios, em uma interpretação infra-legal lógico-sistemática. Além de uma simplificação do conceito o que dará maior segurança jurídica das relações em referência.

• **Art. 4º:**

*Sugerimos a exclusão do artigo.*

**Comentário:** Não há que se falar em uso dos recursos para operação de *Hedge*, operação de natureza comercial comum as operações de compra de commodities agrícolas em mercado futuro e de balcão organizado. Apenas operação de *swap* de moeda poderiam ser consideradas com fim ao disposto na redação da minuta.

• **Art. 6º, inciso II:**

*Art. 6º A denominação do certificado deve possuir o número da emissão,*



*seguido do nome da emissora e:*

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

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

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

**Comentário:** A identificação do nome do cedente não é um indicativo de risco do CRA e poderá induzir os investidores a erro. Desse modo, entendemos inapropriada a previsão.

• **Art. 7º:**

*Art. 7º É admitida a substituição dos direitos creditórios vinculados ao CRA por novos direitos creditórios (revolvência), desde que a substituição esteja expressamente prevista no Termo de Securitização de Direitos Creditórios e seja feita em montante suficiente para cobrir as obrigações de pagamento oriundas do CRA.*

*§ 1º No caso de revolvência prevista acima, os novos direitos creditórios podem apresentar prazo de vencimento diverso do CRA, desde que sejam suficientes para cobrir as obrigações de pagamento oriundas do CRA no momento da substituição.*

*(...)*

*§ 10º No caso de vencimento dos direitos creditórios vinculados ao CRA, durante o período de substituição dos direitos creditórios previsto no § 5º deste artigo, o CRA não será considerado inadimplido ou vencido antecipadamente, desde que a substituição ocorra num prazo máximo de noventa dias.*

**Comentário:** Considerando-se a sazonalidade do setor agrícola, é comum verificar-se a necessidade de substituição de lastro em operações de financiamento. A lei 11.076 já prevê essa possibilidade em relação ao CDCA e à LCA. Diante das semelhanças estruturais entre o CDCA, a LCA e o CRA, faz sentido que a previsão que já existe para o CDCA e a LCA seja estendida ao CRA. Adicionalmente, sugerimos que seja estipulado um prazo máximo para tal substituição.

• **Art. 9º, inciso XIV:**

*Art. 9º Do termo de securitização devem constar as seguintes informações mínimas:*

*XIV – os eventos de liquidação antecipada do certificado, assegurando, no caso de decisão da assembleia pela não liquidação, as situações de resgate dos certificados seniores aos investidores dissidentes que o solicitarem;*

**Comentário:** Ao assegurar a possibilidade de resgate dos certificados seniores aos investidores dissidentes, a regra traz consequências negativas para a estrutura de securitização, especialmente no tocante à necessidade de liquidação não integral da emissão, para ressarcimento dos dissidentes, podendo inviabilizar a operação como um todo. Nem sempre será exequível o resgate parcial da emissão. Entendemos que esta hipótese poderia ser uma faculdade e não uma obrigação, de forma que a redação poderia passar a ser a seguinte: “XIV – os eventos de liquidação antecipada do certificado e, se for o caso, as situações de resgate dos certificados seniores aos investidores dissidentes que o solicitarem, no caso de decisão da assembleia pela não liquidação.”

• **Art. 9º, parágrafo único:**

**Comentário:** Solicitamos a exclusão total do Parágrafo Único, pois a restrição das possibilidades de substituição de lastro restringiria diversas hipóteses de substituição amplamente utilizadas nas atuais operações de CRA, incluindo, mas não se limitando a, substituição de direitos creditórios para diminuição da concentração da carteira, em caso de inadimplência ou iminente inadimplência do devedor (por exemplo, nos casos em que o devedor do direito creditório tornou-se inadimplente em outras operações com o cedente, ou entrou com pedido de recuperação judicial ou falência), e em caso de substituição de direitos creditórios sem garantia por direitos creditórios garantidos.

• **Art. 10:**

*Art. 10. O pagamento de despesas com recursos provenientes do recebimento dos direitos creditórios vinculados poderá ocorrer nas seguintes hipóteses, sem prejuízo de outras previstas no termo de securitização:*



*I – remuneração da emissora;*

*II – taxas, impostos ou contribuições federais, estaduais, municipais ou autárquicas, que recaiam sobre os bens, direitos e obrigações do patrimônio;*

*III – registro de documentos em cartório, impressão, expedição e publicação de relatórios e informações periódicas previstas nesta Instrução e em regulamentação específica;*

*IV – expedição de correspondência de interesse dos titulares;*

*V – honorários dos prestadores de serviço referidos no art. 13, exceto da emissora, a qual é remunerada nos termos do inciso I;*

*VI – 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;*

*VII – prêmios de seguro ou custos com derivativos;*

*VIII – custos inerentes à liquidação do certificado;*

*IX – custos inerentes à realização de assembleia geral dos titulares;*

*X – liquidação, registro, negociação e custódia de operações com ativos;*

*XI – contribuição devida às entidades administradoras do mercado organizado em que os certificados sejam admitidos à negociação;*

*XII – gastos com o registro para negociação em mercados organizados;*

*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;*

*XIV – remuneração da agência classificadora de risco; e*

*XV – remuneração do agente de cobrança dos direitos creditórios vinculados ao CRA.*

*Parágrafo único. Quaisquer despesas não previstas como encargos devem ser imputadas conforme dispuser o termo de securitização.*

**Comentário:** Sugerimos a alteração do caput do artigo tendo em vista a grande variedade de estruturas que as operações de CRA podem comportar, sendo impossível prever, de antemão, todas as despesas que podem ser incorridos no âmbito da estrutura de cada emissão que poderão ser incorridas pela estrutura.

A Instrução CVM 414, de 30 de dezembro de 2004 (“ICVM 414”), que trata, entre outras disposições, do regime jurídico aplicável às ofertas de Certificados de Recebíveis Imobiliários (“CRI”) não arrola exaustivamente os custos incorridos na emissão, limitando-se a exigir que conste, como obrigação obrigatória do termo de securitização, a “descrição das despesas de responsabilidade dos detentores dos CRI,



inclusive impostos”. Neste mesmo sentido, a Lei 9.514, de 20 de novembro de 1997 (“Lei 9.514”), que regulamenta, entre outras disposições, a instituição regime fiduciário no âmbito de securitização de créditos imobiliários (aplicada por analogia à securitização de créditos do agronegócio), menciona que os créditos que constituem o patrimônio separado destinam-se, inclusive, ao pagamento de “custos de administração” não pormenorizando quais custos seriam estes. Interpretamos as referências legais mencionadas como um silêncio eloquente do legislador e sugerimos que seja feito o mesmo na Instrução referente aos CRA.

Defendemos, dessa forma, a previsão de um meramente exemplificativo neste dispositivo, o qual poderá ser complementado conforme as disposições previstas no respectivo termo de securitização, conforme as particularidades de cada emissão de CRA.

Propomos ainda a exclusão do trecho do parágrafo único no que se refere à responsabilidade da securitizadora arcar com as despesas não previstas no dispositivo.

Entendemos que a imputação de despesas não previstas no caput deste art. 10 à securitizadora vai contra o princípio da não comunicabilidade do patrimônio separado constituído unicamente para fins da emissão dos CRA com o patrimônio próprio da securitizadora, conforme consagrado na Lei 9.514. Conforme previsão expressa do referido normativo, os créditos que lastreiam a emissão (i) constituem patrimônio separado, que não se confunde com o da companhia securitizadora; e (ii) manter-se-ão apartados do patrimônio da companhia securitizadora até que se complete o resgate de todos os títulos da série a que estejam afetados. Ora, se o patrimônio separado de cada emissão não responde pelas obrigações contraídas pela securitizadora, a mesma lógica deveria ser aplicável quanto às obrigações inerentes ao patrimônio separado (i.e. custos incorridos no âmbito operação de securitização) com relação ao patrimônio próprio da securitizadora.

A Lei 9.514 dispõe ainda que o direitos creditórios vinculados à emissão “só responderão pelas obrigações inerentes aos títulos a ele afetados”. Entendemos que “custos inerentes aos títulos a ele afetados” compõem toda e qualquer despesa de estruturação e administração incorridas até a liquidação total CRA, as quais podem extrapolar as hipóteses previstas no caput deste art. 10 e, mesmo assim, não devem ser incorridas pela securitizadora com recursos próprios.

A questão também deve ser analisada sob um ponto de vista prático. Em



nossa opinião, a responsabilização da securitizadora pelas despesas adicionais da emissão (aquelas não previstas no rol do art. 10) aumentará demasiadamente os riscos por ela incorridos nas emissões de CRA, na medida em que (i) o rol das despesas que podem ser imputados à estrutura é restrito, não abarcando todas as despesas que podem ser incorridas numa emissão de CRA (conforme visto no item A acima); e (ii) mesmo no momento de celebração do termo de securitização, não é possível prever e precificar toda e qualquer despesa a ser incorrida. O aumento dos riscos incorridos pelas securitizadoras será refletido, naturalmente, em honorários mais caros a serem cobrados por tais companhias para a prestação de serviços de securitização, o que consideramos danoso para o mercado em geral.

Pelas razões dispostas acima, defendemos que o tratamento do pagamento de despesas adicionais, não previstas no rol do caput desde art. 10, deve ser matéria a ser regulamentada exclusivamente no âmbito do termo de securitização, conforme as particularidades de cada emissão de CRA.

- **Art. 11:**

*Art. 11. A oferta pública de distribuição de CRA depende de prévio registro na CVM, salvo nos casos de dispensa de registro previstos em regulamentação específica, e deve ser realizada por instituições intermediárias integrantes do sistema de distribuição de valores mobiliários, respeitadas, ainda, as disposições deste Capítulo.*

*§ 1º O pedido de registro de oferta pública de distribuição deve ser instruído com os seguintes documentos e informações, além daqueles requeridos nos termos da regulamentação específica:*

*I – informações sobre as características do certificado, nos termos do Anexo 11-I;*

*II – cópia do termo de securitização; e*

*III – declaração da companhia securitizadora, do agente fiduciário e, se for o caso, da instituição líder da oferta pública de distribuição, atestando a veracidade, consistência, correção e suficiência das informações prestadas pelo ofertante no prospecto e no termo de securitização.*

*§ 2º Os certificados objeto de registro de oferta pública devem:*

*I – contar com a instituição do regime fiduciário sobre o lastro e constituição de patrimônio separado;*

*II – ser constituídos por direitos creditórios de cuja liquidação se dê exclusivamente na forma financeira ou, em caso de direitos creditórios com*



*liquidação física, que estrutura do CRA estabeleça a forma de monetização de créditos com liquidação física previamente ao vencimento dos respectivos direitos creditórios; e*

*III – possuir devedores ou coobrigados que, individualmente ou em conjunto com o seu respectivo grupo econômico, representem exposição máxima de 20% (vinte por cento) do total emitido, salvo se o devedor ou coobrigado for:*

*a) companhia aberta;*

*b) instituição financeira ou equiparada; ou*

*c) sociedade empresarial que tenha suas demonstrações financeiras relativas ao exercício social imediatamente anterior à data de emissão do CRA 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.*

*§ 3º Na hipótese do § 2º, inciso III, alínea “c”, as demonstrações financeiras do devedor ou coobrigado, e o respectivo parecer do auditor independente, devem ser arquivados na CVM pela companhia securitizadora, devendo ser atualizadas anualmente:*

*I – até a data de vencimento dos CRA; ou*

*II – até o exercício em que os créditos de responsabilidade do devedor ou coobrigado deixarem de representar mais de 20% (vinte por cento) do lastro da emissão.*

*§ 4º O arquivamento na CVM das demonstrações financeiras e do parecer do auditor independente referidos no § 2º, inciso III, alínea “c”, deve se dar no prazo máximo de até 3 (três) meses após o encerramento do exercício social, ou no mesmo dia de sua colocação à disposição dos sócios, se esta ocorrer em data anterior.*

*§ 5º Para efeito do disposto no § 2º, inciso III, considera-se como grupo econômico do devedor ou coobrigado os seus respectivos acionistas controladores diretos, as sociedades por eles diretamente controladas, suas coligadas e sociedades sob controle comum.*

*§ 6º Caso a emissão seja classificada por agência classificadora de risco, esta deve possuir registro na CVM para o exercício da função.*

**Comentário:** Inicialmente, com relação ao § 2º, inciso II, entendemos que não deve haver restrição quanto à utilização de recebíveis com liquidação física, desde que ocorra sua monetização previamente ao vencimento. Neste sentido, destaca-se que a Lei 11.076 não restringe a utilização de recebíveis com liquidação física para vinculação ao CRA; deste modo, a



fim de atender ao interesse de mercado e forma de liquidação dos CRA, é essencial que eventual estrutura com recebíveis físicos contenha dispositivos que permitam a devida liquidação financeira (por exemplo, alienação dos ativos físicos à uma trading, que faria o pagamento de recursos financeiros ao CRA).

Os ajustes de redação propostos ao inciso III visam esclarecer que a limitação de 20% (vinte por cento) aplica-se ao valor agregado devido pelo devedor ou coobrigado e seu respectivo grupo econômico. Ainda, considerando-se a peculiaridade do mercado, pedimos que apenas as participações diretas sejam consideradas para fins de apuração de concentração de até 20%.

Por fim, com relação à exclusão ao final do § 6º, é importante lembrar que não há exigência legal ou regulatória para que as ofertas sejam objeto de classificação de risco. Assim, não cabe à CVM condicionar a oferta à emissão do relatório definitivo, sendo uma faculdade dos investidores decidirem sobre a exigência do mesmo para a tomada de sua decisão de investimento.

• **Art. 12:**

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

*I – contar com retenção substancial de riscos e benefícios do cedente ou de terceiros, conforme definição o disposta nas normas contábeis emitidas pela CVM para as companhias abertas, salvo se o CRA estiver vinculado a dívida de responsabilidade de um único devedor ou devedores sob controle comum;*

**Comentário:** A retenção obrigatória de riscos assemelha-se mais a uma operação de dívida. O tratamento dado ao cedente da securitização, especialmente em emissões que envolvem investidores não qualificados, terá o efeito mais provável de inviabilizar o acesso desses investidores ao mercado e gerar um nível de incerteza prejudicial ao cedente, visto que a securitização passaria a se confundir com dívida. Se o cedente quisesse reter o risco, ele sequer faria uma operação de securitização. O investidor, por sua vez, é remunerado pelo risco inerente à securitização e a prática de se conferir *ratings* a essas operações serve justamente para mitigar possíveis assimetrias informacionais.

*II – assegurar a manutenção da retenção de riscos referida no inciso I do*



*caput durante todo o prazo de vigência do certificado;*

*III – ser constituídos por créditos considerados como performados no momento da cessação ou subscrição pela companhia securitizadora;*

*IV – possuir devedores ou coobrigados com exposição máxima de 20% (vinte por cento) do total emitido, salvo se o devedor ou coobrigado for:*

*a) companhia aberta; ou*

*b) instituição financeira ou equiparada.*

**Comentário:** A regra emanada pelo Art. 12 da minuta da Instrução restringe a emissão de CRA com risco pulverizado, privilegiando grandes corporações em detrimento de médios produtores rurais. Não obstante, CRA pulverizados possuem risco dispersado, já que contam com uma ampla carteira. Por outro lado, em CRA emitidos por companhias abertas, ou de um mesmo grupo, como incentivado por esta proposta, o risco se apresenta concentrado em um único devedor, gerando maiores riscos ao sistema. Há diversas empresas no setor agropecuário com nível de governança tão robusto quanto o das empresas abertas, razão pela qual uma proibição apriorística não faz sentido.

**• Art. 14:**

*Art. 14. O custodiante é responsável pela guarda dos documentos comprobatórios que representam os direitos creditórios do agronegócio vinculados à emissão.*

*§ 1o O custodiante pode contratar prestador de serviço para atuar como depositário dos documentos físicos que integram o lastro das emissões sem se eximir de sua responsabilidade pela guarda desses documentos.*

*§ 2o O custodiante deve possuir regras e procedimentos adequados, por escrito e passíveis de verificação, para assegurar o controle e a adequada movimentação da documentação comprobatória dos direitos creditórios.*

*§ 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 capaz de comprovar a origem e a existência do crédito e da correspondente operação que o lastreia.*

**Comentário:** A responsabilidade pela guarda dos documentos também é atribuída à companhia securitizadora, nos termos do Art. 15 da minuta da



Instrução que, como o custodiante, também poderá contratar um prestador de serviços para guarda de documentos. Neste sentido, entendemos que a existência de um custodiante gera a necessidade de uma contratação adicional, podendo encarecer a emissão sem adicionais benefícios, já que esta responsabilidade já é atribuída à securitizadora. Alternativamente, a contratação de um custodiante poderia ser uma faculdade da companhia securitizadora.

• **Art. 15:**

*Art. 15. A companhia securitizadora é responsável pelas atividades de monitoramento, controle e processamento dos ativos e compromissos vinculados à emissão, bem como de cobrança dos direitos creditórios.*

*§ 6o Caso os recursos do patrimônio separado sejam insuficientes para arcar com a cobrança referida no § 5o, a companhia securitizadora deve 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.*

**Comentário:** A transferência à companhia securitizadora da responsabilidade pelas despesas incorridas com a cobrança para além do patrimônio destacado, subverte a lógica da securitização, fundamentada na criação de um patrimônio específico que deve suportar todos os riscos do negócio, aumentando os custos para captação por meio deste instrumento. Tal medida acarretaria no aumento dos custos e riscos da operação para a companhia securitizadora, não levando ao mercado os benefícios advindos da operação.

• **Art. 16:**

*Art. 16. É vedada à companhia securitizadora:*

*I – prestar garantias utilizando os bens ou direitos vinculados às emissões;*  
*II – receber recursos provenientes dos ativos vinculados em conta corrente não vinculada à emissão;*

*III – adiantar rendas futuras aos titulares dos certificados;*

*IV – receber a prazo os recursos de investidores referentes às integralizações de certificados emitidos, salvo nos casos em que o pagamento dos direitos creditórios cedidos e/ou de quaisquer despesas da emissão pela securitizadora esteja condicionado ao recebimento dos referidos recursos; e*

*V – atuar como o prestador de serviço referido no art. 14, § 1º.*



**Comentário:** A exclusão do inciso I é necessária, na medida em que toda e qualquer operação de adiantamento de bens ou recursos pode ser caracterizada como empréstimo ou financiamento.

Mesmo no caso de a CVM desejar, com este inciso, proteger investidores de qualquer operação com partes relacionadas, é importante salientar que tal informação já é divulgada aos investidores no Prospecto da operação. Assim, fica ao critério destes decidir se desejam ou não investir em título cuja originação dos direitos creditórios se deu entre partes relacionadas. Por tal motivo, sugerimos também a exclusão do inciso II.

Com relação ao inciso VI, é importante destacar que a legislação permite, atualmente, a emissão de CRA em moeda estrangeira. Assim, é provável o cenário onde a melhor forma de proteção aos investidores do CRA, caso existem recursos disponíveis em conta do patrimônio separado, que estes sejam investidos no exterior, evitando assim o descasamento entre moedas. Por tal motivo, sugerimos sua exclusão.

Ainda, propusemos um ajuste no inciso VII, para endereçar as situações em que existe alguma janela, por menor que seja, entre a colocação do CRA e a integralização dos recursos pelos investidores. De todo modo, a ideia é que a securitizadora nunca adiante recursos próprios para pagamentos devidos pela emissão.

• **Art. 19:**

*Art. 19. Em caso de insuficiência dos ativos que compõem o patrimônio separado, cabe ao agente fiduciário, em conjunto com a companhia securitizadora, convocar assembleia geral dos titulares para deliberar sobre a destinação a ser dada ao patrimônio separado, nos termos do parágrafo primeiro abaixo.*

*Parágrafo primeiro. Em caso de insuficiência dos ativos que compõem o patrimônio separado, nos termos do caput, estabelecer-se-á, em ordem de preferência, as seguintes hipóteses de tratamento do patrimônio separado, a serem estabelecidas na assembleia geral de titulares:*

*I – realização de aporte, por parte dos investidores, dos recursos necessários à continuidade do patrimônio separado, nos termos estabelecidos no termo de securitização, inclusive o respectivo quórum de votação;*

*II – caso se vote pelo não aporte dos recursos necessários à continuidade do patrimônio separado, ou na hipótese de não se atingir o montante necessário*



*ao respectivo aporte, deliberação acerca da dação em pagamento dos valores integrantes do patrimônio separado, proporcionalmente à participação detida por cada investidor; e*

*III – na impossibilidade da dação em pagamento estabelecida no item “II” acima, realizar-se-á o respectivo leilão dos ativos componentes do patrimônio separado, sendo certo que os recursos auferidos serão distribuídos proporcionalmente à participação detida por cada investidor.*

*Parágrafo segundo. No caso do inciso I do parágrafo primeiro acima, os investidores que realizaram o aporte para a continuidade do patrimônio separado terão preferência para o recebimento dos respectivos recursos, na proporção do aporte realizado.*

**Comentário:** Essa alteração é necessária para que se estabeleça um fluxo de alternativas possíveis em caso de insuficiência dos recursos do patrimônio separado. Isso é necessário, inclusive, para maior previsibilidade e, portanto, maior proteção ao próprio investidor, que saberá de forma clara quais serão os direitos a ele disponíveis no caso da referida hipótese. O fluxo sugerido estabelece uma ordem de preferência.

• **Art. 36:**

*Art. 36. Esta Instrução entra em vigor na data de sua publicação.*

*Parágrafo Único – Esta Instrução não produzirá efeitos para emissões ocorridas até 1 (um) dia antes da data de sua publicação, inclusive nos casos de revolvência das respectivas emissões.*

**Comentário:** As atuais emissões não contemplam e não contemplarão, necessariamente, as disposições da instrução em questão, motivo pelo qual a eventual retroatividade das disposições da instrução inviabilizariam a própria estrutura de securitização dos CRA já emitidos. Analogamente, devemos lembrar do artigo 6º da Lei de Introdução às Normas do Direito Brasileiro (LINDB), o qual estabelece que a lei em vigor deverá respeitar o ato jurídico perfeito. Dessa forma, um ato administrativo, tal qual a instrução, deve, também, respeitar emissões já perfeitamente formalizadas.

