

São Paulo, 14 de julho de 2017.

À

**COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS**

Superintendência de Desenvolvimento de Mercado

Rua Sete de Setembro, 111, 23º andar.

CEP 20050-901 – Rio de Janeiro – RJ.

At.: Sr. Antônio Carlos Berwanger

**Ref.: Edital de Audiência Pública SDM Nº 01/17 de 15 de maio de 2017.**

Prezado Senhor,

A **B3 S.A. – Brasil, Bolsa, Balcão** (“B3”) vêm, por meio do presente instrumento, em referência ao Edital de Audiência Pública SDM Nº 01/17 de 15 de maio de 2017 (“Edital”) submeter, a esta D. Comissão de Valores Mobiliários (“CVM”), seus comentários à minuta de instrução sobre o regime dos Certificados de Recebíveis do Agronegócio (“CRA”) objeto de oferta pública de distribuição (“Minuta”).

A fim de facilitar a visualização daquilo que está sendo proposto, todas as sugestões de inclusões feitas no texto da Minuta estão sublinhadas e destacadas em **verde**, enquanto as sugestões de exclusões foram identificadas por um taxado simples e destacadas em **vermelho**.

**(a) INTRODUÇÃO**

1. No Edital, a CVM solicita comentários acerca da conveniência e oportunidade de se editar regra específica sobre registro de companhias securitizadoras, em razão de se tratarem de tipo especial de emissor, uma vez que sua atuação pode se assemelhar à atuação de administrador fiduciário de fundos de investimento. Com relação a essa solicitação, entendemos a proposta adequada e oportuna e sugerimos que a regra traga comandos gerais, deveres e responsabilidades aplicáveis às companhias securitizadoras e também que sejam envolvidos participantes estratégicos e essenciais desse mercado.

**(b) CAPÍTULO II – CARACTERÍSTICAS GERAIS**

▪ **Artigo 3º:**

2. Com relação ao artigo 3º, §2º, inciso II, da Minuta, gostaríamos de confirmar se a intenção desta D. Autarquia seria a de restringir o rol de relações permitidas ou possíveis para originação de direitos creditórios vinculados a CRA, particularmente no que se refere às relações que se inserem na cadeia do agronegócio e que são classificadas como agroindústria.

3. Nosso questionamento acima se relaciona com as práticas atualmente adotadas e amplamente aceitas para fins de composição de direitos creditórios vinculados a CRA, como direitos creditórios relacionados às indústrias sucoalcooleiras, têxtil e de papel e celulose, que, consoante definição trazida pela Minuta, não estariam aptas a originar direitos creditórios passíveis de vinculação a CRA.

*Art. 3º [...]*

*§ 2º O produto agropecuário in natura referido no § 1º é aquele em estado natural, de origem animal ou vegetal, que não sofre processo de beneficiamento ou industrialização, exceto se:*

*[...]*

*II – a industrialização for considerada como rudimentar, ou seja, caracterizada pela transformação do produto pelo produtor rural, com a alteração das características originais, tais como a pasteurização, o resfriamento, a fermentação, a embalagem, o carvoejamento, o cozimento, a destilação, a moagem, a torrefação, a cristalização ou a fundição, dentre outros.*

4. Conforme assinalado no § 5º do artigo 3º, abaixo transcrito, os direitos creditórios do agronegócio constituídos como lastro do CRA podem ser subscritos diretamente pela companhia securitizadora, sem a necessidade de cessão por terceiros. Dessa forma, gostaríamos de confirmar que esse dispositivo visa somente a formalizar práticas adotadas pelas companhias securitizadoras, tanto com relação à emissão de CRA, como com relação à emissão de Certificados de Recebíveis Imobiliários (“CRI”).

*Art. 3º [...]*

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

▪ **Artigo 4º:**

5. Com relação ao artigo 4º, entendemos que a intenção desta D. Autarquia com a disposição contida no parágrafo único do referido artigo seria a de conferir maior segurança à estrutura proposta para a emissão de CRA e, conseqüentemente, aos investidores de CRA, garantindo a segregação dos direitos creditórios e dos eventuais recursos provenientes de operações com derivativos. A esse respeito, entendemos que essa segregação é aplicável nos casos em que haja constituição de regime fiduciário sobre os direitos creditórios vinculados ao CRA, cabendo à companhia securitizadora o controle e a administração de tais direitos creditórios, das operações com derivativos e dos recursos provenientes de tais operações.

6. Em vista do acima exposto, sugerimos ajuste na redação proposta pela Minuta, a fim de esclarecer que cumpre à companhia securitizadora registrar em conta específica, aberta em nome do patrimônio separado, os derivativos referidos no *caput* do mesmo artigo.

7. Adicionalmente, sugerimos a inclusão de regra permitindo a utilização dos recursos provenientes dos direitos creditórios do agronegócio para fins de composição de margem de garantia, nos casos em que os derivativos sejam liquidados por meio de entidade que se interponha como contraparte central garantidora.

*Art. 4º [...]*

*Parágrafo único §1º. Em caso de constituição de patrimônio separado, os derivativos utilizados para fins da proteção referida no caput devem contar com o mesmo regime fiduciário dos direitos creditórios que lastreiam o CRA e ser registrados, pela companhia securitizadora, em conta contábil específica, aberta diretamente em nome do patrimônio separado.*

*§2º Os recursos provenientes dos direitos creditórios de que trata o caput podem ser utilizados para fins de composição de margem de garantia em operações com derivativos.*

▪ **Artigo 6º:**

8. A nosso ver, a redação do artigo 6º da Minuta tem o objetivo de informar ao investidor, de forma simples e objetiva, as principais características do CRA. Para tanto, seria suficiente que tal denominação constasse expressamente do termo de securitização, o qual contém todas as condições da oferta, bem como divulgação dos riscos a ela atrelados, conforme sugestão abaixo.

Art. 6º A denominação do certificado no termo de securitização 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.*

▪ **Artigo 7º:**

9. A nosso ver, o objetivo precípua desse artigo seria o de permitir a revolvência (aquisição de novos direitos creditórios com os recursos provenientes de direito creditório anterior) nos casos em que os direitos creditórios vinculados ao CRA não tenham prazos compatíveis ao vencimento do certificado. Assim, entendemos que a inclusão de rol de situações – ciclo de plantação, desenvolvimento, colheita e comercialização – não atingiria todas as hipóteses abordadas por essa Minuta quando da definição de direitos creditórios do agronegócio passíveis de vinculação, bem como trariam grande incerteza em razão de sua abrangência e heterogeneidade de definição.

10. Com relação ao §1º do mesmo dispositivo, sugerimos pequena alteração com o objetivo de tornar clara a possibilidade de que a revolvência ocorra mais de uma vez, uma vez que poderia haver a leitura de que somente direitos creditórios originais (isto é, vinculados no momento da emissão do CRA) seriam passíveis de revolvência. Na mesma linha, sugerimos pequena alteração ao §4º de tal artigo, de forma a evidenciar que a soma do montante total de direitos creditórios vinculados ao CRA, dos recursos referidos no §1º e das aplicações em renda fixa de que trata o §5º seja compatível com o pagamento da remuneração e amortização previstas para a emissão.

11. Com relação aos §§ 5º e 9º do mesmo artigo, propusemos pequenos aprimoramentos com o efeito de incluir: (i) no rol de títulos de renda fixa de que trata o

§5º, os títulos de renda fixa emitidos por instituições financeiras com liquidez diária; e (ii) no §9º, prazo expresso para aditamento de termo de securitização.

*Art. 7º É permitida a revolvência nas situações em que ~~o ciclo de plantação, desenvolvimento, colheita e comercialização dos produtos agropecuários vinculados ao CRA não permita que, na sua emissão, sejam vinculados os~~ direitos creditórios vinculados ao CRA não tenham ~~com~~ prazos compatíveis ao vencimento do certificado.*

*§ 1º Para fins desta Instrução, considera-se revolvência a aquisição de novos direitos creditórios do agronegócio com a utilização dos recursos provenientes do pagamento dos direitos creditórios ~~originais~~ anteriores vinculados à emissão.*

*[...]*

*§ 4º O montante total dos direitos creditórios vinculados ao CRA, somado aos recursos referidos no §1º e/ou ao valor das aplicações mencionadas no §5º, deve ser compatível com o pagamento da remuneração e amortização previstas para a emissão.*

*[...]*

*§ 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, em cotas de fundos de investimento classificados nas categorias “Renda Fixa – Curto Prazo” ou “Renda Fixa – Simples”, nos termos da regulamentação específica ou títulos de renda fixa emitidos por instituições financeiras com liquidez diária.*

*(...)*

*§ 9º A companhia securitizadora deve aditar, no prazo de [•] a partir da aquisição, o termo de securitização de forma a vincular os novos direitos creditórios do agronegócio adquiridos à emissão.*

▪ **Artigo 9º:**

12. Com relação ao artigo 9º, inciso IV e parágrafo único da Minuta, entendemos pertinente a exclusão das limitações relacionados à possibilidade e condições para a substituição de direitos creditórios vinculados ao CRA, quais sejam as limitações relacionadas a vícios na cessão e falhas na formalização dos direitos creditórios. A nosso ver, em muitos casos, parece mais adequado que o termo de securitização

disponha de forma mais ampla sobre a substituição do lastro e sobre os casos de revolvência, visto que tal previsão pode beneficiar o investidor como, e.g., no caso de substituição em caso de crédito inadimplido.

*Art. 9º [...]*

*IV – possibilidade e condições para a substituição dos direitos creditórios do agronegócio que servem de lastro ao CRA. ~~observado o disposto no parágrafo único;~~*

*[...]*

*~~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.~~*

▪ **Artigo 10:**

13. Trata-se ajuste para incluir despesas essenciais à rotina de emissão e manutenção do CRA, incluindo contribuição devida às entidades registradoras, aos depositários centrais e aos formadores de mercado. Além disso, sugerimos pequena alteração com o objetivo de harmonizar a terminologia utilizada entre os incisos do referido artigo.

*Art. 10. O pagamento de despesas com recursos provenientes do recebimento dos direitos creditórios vinculados está limitado as seguintes hipóteses:*

*[...]*

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

*[...]*

*XII – ~~gastos com o registro para~~ custos com a admissão à negociação em mercados organizados;*

*[...]*

*XVI – custos e despesas relacionados a atividade de formador de mercado.*

(c) **CAPÍTULO III – OFERTA**

▪ **Artigo 11:**

14. O caput do referido Artigo 11 trata do registro de oferta pública de distribuição de CRA, ressaltando os casos de dispensa de prévio registro estabelecidos em regulamentação específica. Em razão da generalidade das disposições contidas nesse artigo, não restou claro se essas disposições se aplicam somente às ofertas públicas objeto de prévio registro na CVM ou aplicar-se-iam também às ofertas públicas com esforços restritos, nos termos da Instrução CVM nº 476 de 16 de janeiro de 2009 (“Instrução CVM 476”), bem como a outras hipóteses de ofertas públicas que prescindem de registro prévio na CVM.

15. Não obstante, uma vez que o tema tratado gravita em torno do registro de oferta pública, parece-nos que a interpretação mais adequada seria a de considerar que as disposições do artigo 11 não seriam aplicáveis aos casos de oferta pública com dispensa de registro prévio na CVM. Dessa forma, gostaríamos de confirmar se nossa interpretação está condizente com o objetivo perseguido neste artigo.

16. Adicionalmente, em linha com as regras ora vigentes para CRI, particularmente o artigo 6º da Instrução CVM nº 414 de 30 de dezembro de 2004, sugerimos que o inciso I do artigo 11, §2º, seja excluído do referido artigo e incluído no texto do artigo 12 da Minuta, em razão de sua sensibilidade em face de investidores não qualificados. Conforme supramencionado, a inclusão da exigibilidade de constituição de regime fiduciário sobre os direitos creditórios do agronegócio e, conseqüentemente, de patrimônio separado poderia não alcançar os efeitos que entendemos pretendidos com essa regra, qual seja de proteção a investidores não qualificados. Contrariamente, a inclusão de referida exigibilidade nesse dispositivo acabaria por reduzir as estruturas de CRA negociadas para investidores qualificados, o que não nos parece ser a intenção dessa regra, razão pela qual a demovemos para o artigo 12, abaixo.



*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.*

*[...]*

*§ 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; e*

*III – 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;*

*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.*

▪ **Artigo 12:**

17. Com relação ao inciso IV do artigo 12, sugerimos que seja incluída, no rol de exceções, a sociedade empresarial de que trata o artigo 11, §2º, inciso III, alínea “c”, da Minuta, conforme sugestão abaixo. A sugestão ora apresentada leva em consideração a atual composição do setor do agronegócio brasileiro, o qual tem poucas companhias abertas e é formado majoritariamente por sociedades limitadas que contam com receita substancial. Assim, a eventual desconsideração de tais sociedades como devedoras ou coobrigadas poderia limitar as estruturas possíveis de CRA negociados para investidores não qualificados.

18. No que tange à regra estabelecida pelo inciso V do artigo 12, parece-nos importante considerar a possibilidade de subscrição direta pela companhia securitizadora, ressaltando-a. Ademais, a nosso ver, não restou claro como a limitação do número de cedentes poderia mitigar riscos a investidores não qualificados, de forma

que sugerimos a exclusão desse inciso ou, alternativamente, a majoração do número de cedentes previstos nesse artigo (conforme sugestão abaixo).

19. Por fim, incluímos redação acerca da instituição do regime fiduciário e constituição do patrimônio separado trazida do artigo 11, §2º, inciso I, da Minuta.

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

*[...]*

~~*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.*~~

*IV – observar as regras previstas no artigo 11, §2º, inciso I, combinado com e §§3º, 4º e 5º do mesmo artigo;*

*V – ressaltada a hipótese de subscrição pela companhia securitizadora, ser constituídos por direitos creditórios cedidos por ~~um único cedente ou~~ [\*] ([\*]) cedentes, computando-se como um único cedente os cedentes sob controle comum; e*

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

#### **(d) CAPÍTULO IV – PRESTADORES DE SERVIÇO**

##### **▪ Artigo 15:**

20. Com relação à obrigação estabelecida no artigo 15, §2º, inciso V, da Minuta, entendemos que há a possibilidade de haver direitos creditórios formalizados sob a forma de títulos escriturais vinculados ao CRA, como, e.g., debêntures escriturais e Certificados de Direitos Creditórios do Agronegócio – CDCA escriturais, bem como outros ativos escriturais vinculados à emissão, como, e.g., títulos públicos. Em razão dessa possibilidade, sugerimos pequena alteração ao texto do referido dispositivo da Minuta.

*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.*

*[...]*

*§ 2º Incluem-se entre as obrigações da emissora:*

*V – manter os direitos creditórios e demais ativos vinculados à emissão custodiados em entidade de custódia autorizada ao exercício da atividade pela CVM, conforme aplicável;*

#### **(e) CAPÍTULO V – ASSEMBLEIA GERAL**

##### **▪ Artigo 22:**

21. Com relação ao prazo estabelecido no artigo 22, parágrafo único, da Minuta, para comunicação aos investidores de alteração do termo de securitização, sugerimos a redução do prazo de 30 (trinta) dias para 7 (sete) dias, com o objetivo de conferir maior transparência e proteção ao investidor.

*Art. 22. O termo de securitização pode ser alterado independentemente de assembleia geral, sempre que tal alteração:*

*[...]*

*Parágrafo único. As alterações referidas no caput devem ser comunicadas aos titulares, no prazo de até ~~30 (trinta)~~ 7 (sete) dias contado da data em que tiverem sido implementadas.*

##### **▪ Artigo 23:**

22. Considerando o disposto em regulamentação sobre fundos de investimento imobiliário, sugerimos, para avaliação desta D. Autarquia, redação disposta sobre aplicação de prazos específicos de convocação de assembleia geral consoante a matéria a ser deliberada. Ademais, propusemos alguns aprimoramentos nos procedimentos relacionados à assembleia geral, conforme seguem.

Art. 23. A assembleia geral deve ser convocada na forma estipulada no termo de securitização, ~~com antecedência mínima de 20 (vinte) dias,~~ devendo conter a descrição dos assuntos a serem discutidos e votados.

§ 1º A convocação da assembleia geral deve ocorrer com antecedência mínima de:

I – 30 (trinta) dias, para deliberações acerca da matéria prevista no art. 21, inciso I; e

II – com 15 (quinze) dias, para deliberações acerca das demais matérias.

~~§ 1º § 2º~~ .....

[...]

~~§ 2º § 3º~~ .....

[...]

~~§ 3º § 4º~~ A convocação da assembleia por solicitação dos titulares, conforme disposto no § 2º, deve:

I – ser dirigida à companhia securitizadora ~~ou e~~ ao agente fiduciário, hipótese em que a companhia securitizadora ~~que~~ devem, no prazo máximo de ~~15~~30 (quinze~~trinta~~) dias contado do recebimento, realizar a convocação da assembleia geral ~~às expensas dos requerentes; e~~

II – ser às expensas do requerentes, salvo se a assembleia geral deliberar de forma diferente;

III – conter eventuais documentos necessários ao exercício do direito de voto dos demais titulares.

~~§ 4º § 5º~~ .....

[...]

§ 6º Caso a companhia securitizadora não observe o prazo constante no §4º, inciso I, a convocação deverá ser realizada pelo agente fiduciário, aplicando-se, no que couber, as disposições constantes do §4º.

▪ **Artigo 24:**

23. O artigo 24 da Minuta atribui o direito de voto na assembleia geral ao titular do CRA no momento da convocação da referida assembleia. Em nosso entendimento, parece-nos mais adequado que o direito de voto seja exercido pelo titular do CRA no momento da realização da assembleia geral, garantindo a esse investidor poder

decisório com relação ao CRA e harmonizando o tratamento dado a titulares de CRA ao tratamento dado a acionistas e debenturistas. Assim, fizemos pequena sugestão ao artigo 24 da Minuta, conforme segue abaixo.

*Art. 24. Somente podem votar na assembleia geral os titulares inscritos nos registros do certificado na data da ~~convocação~~realização da assembleia, seus representantes legais ou procuradores legalmente constituídos há menos de 1 (um) ano.  
[...]*

▪ **Artigo 25**

24. Considerando o disposto em regulamentação sobre fundos de investimentos, sugerimos, para avaliação desta D. Autarquia, alguns ajustes referentes à previsão, em termo de securitização, de direitos políticos especiais a cada classe de CRA e à forma de convocação da assembleia geral, notadamente: (i) substituição do procedimento de convocação via publicação de edital em jornais de grande circulação pelo processo de convocação mediante envio de fato relevante à CVM e à entidade administradora de mercados organizados, com o efeito de se prever um mecanismo menos oneroso à companhia securitizadora e mais acessível aos investidores, visando, ainda, ao aumento da participação dos investidores na assembleia; (ii) ajuste na redação do quórum de deliberação, no caso de instalação da assembleia em segunda convocação, para fins de torná-la mais clara; e (iii) inclusão de possibilidade de adoção de consulta formal em substituição à assembleia geral, com o objetivo de se estabelecer mecanismo alternativo para aumentar a participação de investidores nas assembleias.

Art. 25. As deliberações da assembleia geral são tomadas por maioria de votos dos certificados presentes, cabendo a cada certificado 1 (um) voto.

[...]

§ 1º Na hipótese de existência de mais de uma classe de certificados com direitos políticos especiais, o termo de securitização ~~pede~~deve dispor sobre tais direitos políticos especiais e o respectivo exercício do direito de voto na assembleia geral em relação a cada classe.

[...]

§ 4º A assembleia geral referida nos arts. 19 e 20 deve ser convocada ~~mediante edital publicado 3 (três) vezes,~~ mediante o envio de fato relevante à CVM e à entidade administradora de mercados organizados em que os certificados sejam admitidos à negociação com antecedência de ~~20 (vinte)~~15 (quinze) dias, ~~em jornal de grande circulação editado na localidade em que tiver sido feita a emissão,~~ e deve ser instalada:

I – em primeira convocação, com a presença de titulares que representem, pelo menos, dois terços do valor dos certificados; e

II – em segunda convocação, com qualquer número, sendo válidas as deliberações tomadas pela maioria absoluta ~~desse capital~~ dos certificados presentes.

§ 5º O termo de securitização poderá dispor sobre a possibilidade das deliberações da assembleia geral serem adotadas mediante processo de consulta formal, sem necessidade de reunião dos titulares de certificados, desde que observadas as formalidades previstas em relação à convocação e instalação da assembleia e à divulgação de informações eventuais.

\* \* \* \* \*

Sendo o que nos cumpria para o momento, renovamos nossos votos de estima e profunda consideração, subscrevemo-nos.

Atenciosamente,

**B3 S.A. – BRASIL, BOLSA, BALCÃO**