



São Paulo, 13 de julho de 2017

Via e-mail: [audpublicaSDM0117@cvm.gov.br](mailto:audpublicaSDM0117@cvm.gov.br)

**SUPERINTENDÊNCIA DE DESENVOLVIMENTO DE MERCADO - SDM**  
Comissão de Valores Mobiliários - CVM  
Rua Sete de Setembro, 111, 23º andar  
Rio de Janeiro - RJ

REF.: EDITAL DE AUDIÊNCIA PÚBLICA DSM Nº 01/17

Prezados Senhores,

Servimo-nos da presente para apresentar nossos comentários e sugestões à minuta de instrução proposta pela Comissão de Valores Mobiliários (“CVM”) colocada em Audiência Pública SDM nº 01/2017 (“Edital”), sobre o regime jurídico dos Certificados de Recebíveis do Agronegócio objeto de oferta pública de distribuição.

A importância e oportunidade dessa regulação está centrada na política de financiamento ao setor agrícola, uma vez que essa regulação atenderá falhas institucionais no mercado de crédito agrícola brasileiro. Verifica-se que, desde a criação do Sistema Nacional de Crédito Rural (SNCR), avanços foram realizados e uma nova relação com o mercado financeiro e de capitais foi inaugurada com a edição da Lei n. 11.076 de 31 de dezembro 2004, em uma perspectiva de necessária ruptura com o antigo sistema.



O trabalho que buscamos apresentar difere da abordagem jurídica tradicional que analisa a operação financeira de forma isolada. Analisamos o crédito como instrumento de política pública no planejamento da atividade para desenvolvimento do agronegócio. Pensamos oferecer algumas informações para ampla discussão sobre os fundamentos econômicos e a tecnologia jurídica na formação do Sistema Privado de Financiamento do Agronegócio e a securitização de direitos creditórios na mobilização de safras e mecanismo de mitigação de risco.

Descrevemos os títulos de crédito agrícola que formam esse sistema, responsáveis por uma alocação diferenciada de recursos físicos e financeiros entre produtores, empresas privadas e agentes financeiros. Evidenciamos que os instrumentos atuais de mobilização de crédito e diversificação de riscos tem permitido suprir parte relevante dos recursos, inclusive em setores de riscos diversificados e de maior complexidade como os internos das Cadeias Agroindustriais.

O atual desenvolvimento do mercado de crédito privado na relação com o mercado de capitais, leva à conclusão da formação de um novo paradigma nas formas usuais de financiamento agrícola com a: i) retirada gradual e proporcional do recurso controlado pelo governo; ii) relevante participação de empresas privadas no mercado por meio de *trade credit*; iii) desintermediação do crédito e desenvolvimento do mercado de capitais de dívida agrícola; e iv) adoção de mecanismos redutores de incerteza e segurança do crédito.

É exatamente neste sentido que a ABAG (Associação Brasileira do Agronegócio), criada em 10 de março de 1993, atua, buscando o equilíbrio nas cadeias produtivas do agronegócio, de modo a valorizá-las, ressaltando sua fundamental importância para o desenvolvimento sustentado do Brasil, de modo que a consequência dos nossos esforços deverá ser a liderança global brasileira na oferta, de forma competitiva, dos produtos agroindustriais.

A contribuição da ABAG, desde então, tem sido destacar junto ao governo, iniciativa privada, entidades de classes e universidades a importância do trabalho de gestão e gerenciamento de todo o sistema agroindustrial e a implantação de medidas que o fortaleçam. E é com este objetivo que a ABAG vem, pela presente, apresentar suas sugestões e comentários a minuta referida objeto do Edital.



## I. DESENVOLVIMENTO DO SISTEMA PRIVADO DE FINANCIAMENTO DO AGRONEGÓCIO

A importância dessa discussão pode ser melhor observada através das políticas públicas de crédito e de controle de preços, como dissemos, insuficientes instrumentos para o fomento da atividade rural.

O maior desenvolvimento das cadeias agroindustriais carecia de um modelo que garantisse estabilidade de crédito no campo e impulso financeiro a esta produção. Foi somente em 1994, com a criação da Cédula de Produto Rural (CPR) por meio da Lei nº 8.929, de 22 de agosto de 1994, e a posterior criação de sua modalidade financeira, em 2001, que os investidores privados vislumbraram um mercado de títulos para o fomento do setor.

Ao longo dos anos verificou-se, contudo, que somente a CPR não era suficiente para satisfazer a demanda ao ciclo à produção e as demais atividades econômicas que a ela se integram. Com isso, tornou-se primordial a criação de instrumentos seguros aos interesses dos investidores e que possibilitem aos tomadores de recursos do setor agroindustrial amplo acesso a linhas de crédito mais atrativas e, ao longo do tempo, mais baratas, com o consequente desenvolvimento de todas as cadeias agroindustriais nacionais.





Surgiu o que temos chamado de Sistema Privado de Financiamento do Agronegócio,<sup>1</sup> pela Lei nº 11.076 de 30 de dezembro de 2004, os comumente denominados “novos títulos do agronegócio”, tal como o Certificado de Direitos Creditórios do Agronegócio (CDCA), a Letra de Crédito de Agronegócio (LCA) e o Certificado de Recebíveis do Agronegócio (CRA), todos eles vinculados a “direitos creditórios” originados na cadeia do agronegócio. Assim, o governo buscou atrair mais capital privado para o financiamento do agronegócio em um contexto no qual as taxas de juros das instituições financeiras privadas estão mais próximas da taxa de juros oficial e as políticas públicas visarão, prioritariamente, direcionar os recursos oficiais aos pequenos produtores, deixando ao mercado privado o papel de principal financiador do sistema de produção agroindustrial.



O acesso a recursos para financiar a compra de seus insumos e produtos, de forma central, interessa aos produtores rurais, permitindo a formação de relações negociais mais estáveis, duradouras, eficientes e possivelmente mais estruturadas aos fluxos financeiros das

<sup>1</sup> BURANELLO, Renato. *Sistema Privado de Financiamento do Agronegócio: regime jurídico*, 2º Edição. São Paulo: Quartier Latin, 2011.



safras ou cria e cria de animais. Esse é, a propósito, um elemento muito mais adequado do que o tipo de “risco” a se levar em conta na interpretação da Lei 11.076/04. São precisamente essas relações produtivas de caráter organizado, refletidas no fornecimento contínuo de insumos e produtos, adequadamente formalizadas, que a lei dos novos títulos de agronegócio pretende financiar. É ao redor delas que se constrói a noção legal de cadeia produtiva do agronegócio e nessa mesma base são necessários os fluxos de capitais para funcionamento dessa engrenagem.

A securitização especificamente contribui para o aumento e fluência dos recursos através da captação direcionada da poupança popular, entre seus principais elementos formadores: mecanismo estruturado, mobilização de riqueza, dispersão de riscos, desintermediação do processo de financiamento, cessão onerosa do crédito, veículo de propósito específico e patrimônio de afetação, emissão de valores mobiliários lastreados nos créditos exigíveis, com a antecipação de recursos e redesenho do fluxo de caixa, transferência de riscos e seu melhor monitoramento.

## II. FORMAÇÃO SISTÊMICA DAS CADEIAS DE PRODUÇÃO AGROINDUSTRIAIS

As atividades econômicas, tecnológicas e políticas, ligadas à produção, à transformação, à distribuição e ao consumo de alimentos, fibras e bioenergia, têm merecido, ao longo do tempo, atenção destacada das comunidades acadêmica, governamental e empresarial. A origem dessa atenção está ligada, fundamentalmente, ao papel que esses produtos e mercados ocupam em qualquer grupo social:

- a) Mercado agroalimentar: conjunto das atividades que concorrem à formação e a distribuição dos produtos alimentares e, em consequência, o cumprimento da função de alimentação.
- b) Mercado agroindustrial: atividades que concorrem à obtenção de produtos oriundos do agronegócio destinados aos sistemas energético, madeireiro, couro e calçados, papelão e têxtil.

Também não se deve perder de vista os aspectos econômicos ligados a essas atividades, principalmente na relação com as formas de financiamento. Mesmo nos países mais desenvolvidos, as atividades relacionadas à obtenção, à transformação, à distribuição e ao consumo de produtos agropecuários estão entre as mais importantes da economia.



Essa importância inconteste tem se refletido em inúmeros e variados trabalhos de análise dos sistemas agroindustriais, os quais obviamente variam muito quanto a seus objetivos, métodos, grau de academicismo, etc. Um objetivo último - mas não o único - de grande parte desses trabalhos é compreender os mecanismos de geração de valor e de distribuição desse valor entre os agentes que produzem.

Dessa compreensão podem surgir opções de intervenção, públicas e privadas, capazes de aperfeiçoar esses mecanismos e promover a sustentabilidade (social, ambiental e econômica) desses sistemas ou cadeias de produção. As ideias subjacentes ao termo do agronegócio (tradução do termo em inglês *agribusiness*), proposto inicialmente por Davis & Goldberg (1957), pretendiam justamente contribuir para o estudo das atividades ligadas aos sistemas produtivos de base agropecuária, por intermédio da introdução de conceitos e ideias que podem ser considerados originais na teoria dos sistemas.

O agronegócio foi definido inicialmente por esses pesquisadores como: “[...] a soma total das operações de produção e distribuição de suprimentos agrícolas; as operações de produção nas propriedades agrícolas; o armazenamento, processamento e distribuição dos produtos agrícolas e itens produzidos a partir deles”. Embora a teoria de sistemas não apareça explicitamente nos primeiros trabalhos de Davis & Goldberg (1957), ela pode ser facilmente depreendida da própria definição de agronegócio.

Em estudos posteriores, Goldberg (1968) utilizou esse conceito mais geral para estudar o comportamento de sistemas de produção específicos, no caso, laranja, trigo e soja produzidos nos Estados Unidos. Para essa análise, o pesquisador utilizou a denominação *Commodity System Approach* (CSA). Como se pode observar, essa abordagem tem por origem matéria-prima, na análise, uma *commodity*, que pode dar origem a vários produtos diferentes. No caso da soja, por exemplo, duas grandes categorias de produtos se destacam: o farelo e o óleo de soja.

Outra expressão comumente utilizada por pesquisadores em agronegócio é “sistema agroindustrial” (SAI ou SAG). No que se refere a essa definição, os limites de análise em cada caso precisam ser estabelecidos com base na caracterização específica de abrangência, descrevendo matérias-primas, produtos e operações agroindustriais envolvidas, bem como o ambiente que os cerca.

O uso dessa terminologia implica a noção de “conjuntos de componentes de contínua interação”, em que o comportamento pode resultar em respostas sinérgicas. “Assim, em razão de as interações e inter-relações entre os componentes serem determinantes primários do comportamento de um sistema, as reações às intervenções aplicadas sobre os componentes isolados são distintas de reação do sistema.



Assim, parece claro que a terminologia e os conceitos adotados na formulação e análise dessas questões têm gerado confusão entre os estudiosos de área (a abordagem sistêmica que caracteriza os estudos atuais em agronegócio). Nesse sentido, parece ser útil dizer que, em síntese, o conjunto dessas atividades compreende duas dimensões internas e uma externa ao sistema analisado.

Uma das dimensões internas é longitudinal e define um encadeamento de operações técnicas, comerciais e logísticas, o qual permite que dada matéria-prima de origem agropecuária seja produzida e transformada e chegue às mãos do consumidor final ou, conforme o interesse da análise, às mãos de um agente ocupe posição intermediária na cadeia produtiva.

A outra dimensão interna é transversal e compreende, para determinada segmento (produção agropecuária, transformação, distribuição, etc.) da cadeia produtiva mencionada anteriormente, um conjunto de materiais, processos e produtos, assegurado por agentes organizados de diversas formas. Essa organização, na verdade, traduz-se, de forma mais ou menos explícita, na configuração de rede de empresas.

Outro ponto importante e que merece destaque é o papel do consumidor final como agente indutor e sancionador do comportamento competitivo dos agentes de certa cadeia agroindustrial. Além da produção de alimentos, as cadeias agroindustriais estão envolvidas com alguns dos setores mais importantes, seja do ponto de vista econômico ou estratégico, da vida nacional (moveleiro, de papel e celulose, de artefatos de couro, de bioenergia, farmacêutico, de cosméticos, etc.)

Nos últimos anos, no Brasil e no exterior, os meios empresariais, políticos e acadêmicos, ligados à problemática da produção e da comercialização de produtos agroindustriais, vêm reconhecendo que a competitividade do agronegócio depende de uma estrutura coordenada de agentes econômicos e sociais. Também é consenso que um ambiente institucional favorável e estável é imprescindível para que isso ocorra. O enfoque sistêmico da produção agroindustrial é guiado por cinco conceitos-chave:

- a) Integração e contratação conexa: significa que características negociais de um elo da cadeia influenciam fortemente os outros elos.
- b) Orientação pela demanda: *inputs* que determinam os fluxos de produtos e serviços por toda a cadeia produtiva.
- c) Coordenação dentro da cadeia: relações verticais dentro das cadeias de suprimento e comercialização.

De um ponto de vista mais pragmático, uma das formas de visualizar o sistema agroindustrial é considera-lo composto, em sua estrutura principal, por três macrosegmentos distintos.



O primeiro é o macrosssegmento rural, o qual compreende todos os empreendimentos que desenvolvem atividades agropecuárias. O segundo é composto pelos empreendimentos voltados à comercialização dos produtos agroindustriais, compreendendo as atividades atacadistas e varejistas. O subsegmento industrial pode ser dividido em empresas de primeira e segunda transformação.

As empresas de primeira transformação são caracterizadas como responsáveis pelos primeiros processos de transformação de matéria-prima agropecuária, como trituração e moagem, no caso vegetal, ou fracionamento, no caso de animais. Os produtos dessa primeira transformação podem ser fornecidos diretamente à comercialização ou, ainda, servirem como matéria-prima para as indústrias usualmente denominadas de segunda transformação.

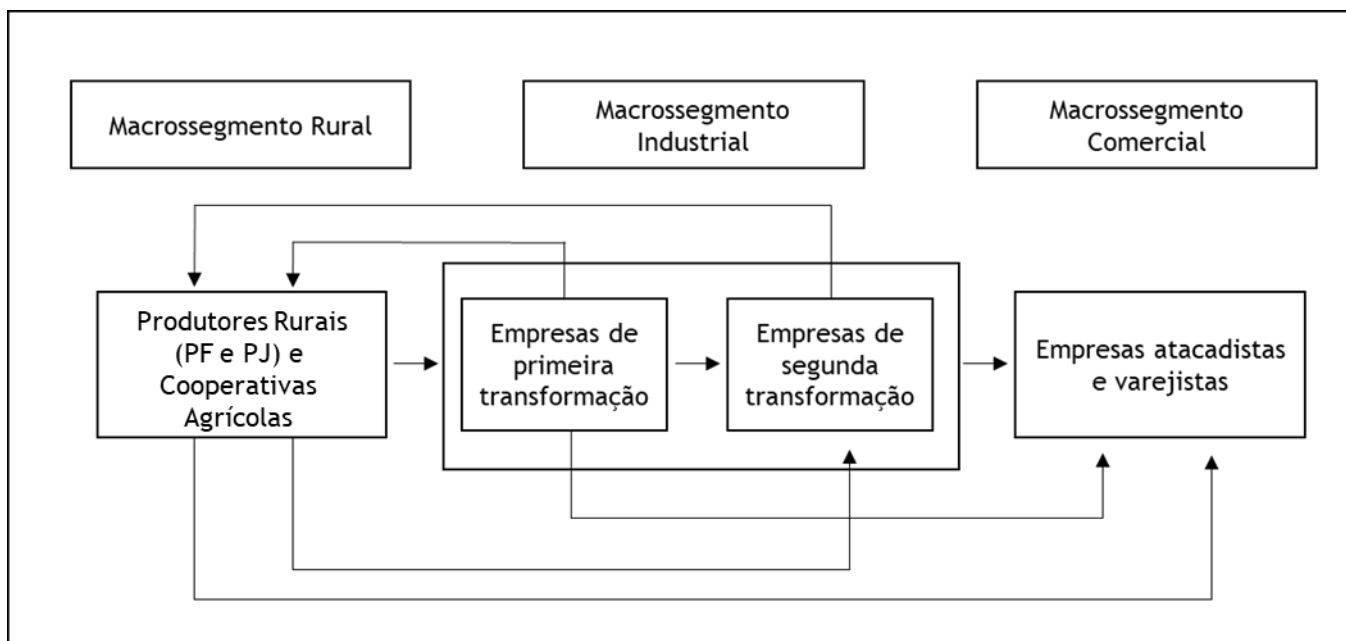


Figura 1 - Sistema Agroindustrial, seus subsistemas e fluxos de suprimentos.<sup>2</sup>

<sup>2</sup> BATALHA, Mário O., SCARPELLI, Moacir. *Gestão do agronegócio: aspectos conceituais*. São Carlos: Edufscar, p. 16.



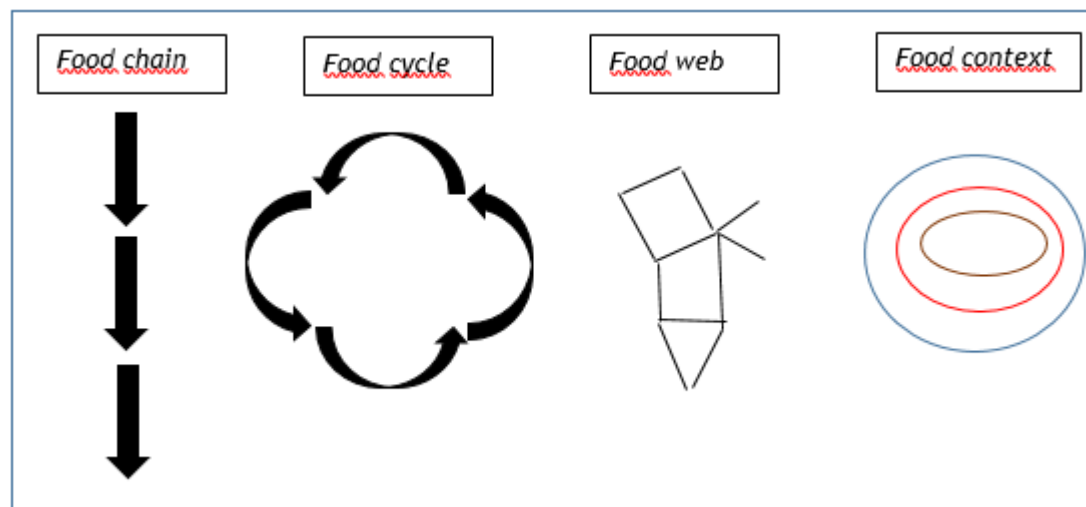


Figura 2 - Formas de representação do sistema agroalimentar. De certo modo, as formas de representação do sistema agroindustrial têm variado ao longo do tempo, mas vemos quatro formas de representação de sistemas agronindustriais: food chain (cadeia agroindustrial), food cycle (modelo circular), food web (redes) e food context (figura 2). Embora os autores se refiram especificamente à representação de sistemas agroalimentares, nada impede que a mesma lógica seja usada para representação de sistemas agroindustriais não-alimentares.<sup>3</sup>

A eficiência de um sistema agroindustrial pode ser vista como resultado de dois conjuntos distintos de fatores. O primeiro deles está ligado à gestão interna dos agentes do sistema. É fundamental que cada agente seja capaz de disponibilizar seus produtos e serviços com nível adequado de qualidade, preço, velocidade, pontualidade e confiabilidade, de acordo com o paradigma atual dos empreendimentos de alto desempenho.

---

<sup>3</sup> Ibidem, p. 17.



O segundo conjunto de fatores que leva à eficiência do sistema está relacionado à conjunção das diversas fontes de financiamento e a forma de atuação das entidades do mercado financeiro e de capitais e de intervenção dos recursos necessários às transações que ocorrem entre seus agentes. A eficiência de um sistema agroindustrial depende da coordenação adequada dos agentes produtivos, de comercialização e crédito.

Dessa forma, no futuro, o desafio maior não será somente gerir eficientemente aspectos internos aos agentes do sistema, mas gerenciar e garantir o funcionamento seguro e sustentável do próprio sistema. A competitividade dos agentes dos sistemas agroindústrias de produção será ditada em grande parte pela capacidade de coordenar-se adequadamente em sistemas produtivos mais amplos e igualmente competitivos.

Por fim, apenas como contribuição ao olhar para o risco do agronegócio, passamos abaixo noções simples sobre algumas das principais especificidades que particularizam os sistemas agroindustriais de produção são conhecidas e estão destacadas nos principais estudos econômicos:

- a) Sazonalidade da produção agropecuária: grande parte das matérias-primas da chamada agroindústria de primeira transformação é obtida diretamente da atividade agropecuária. Essa condição faz com que seu provisionamento seja sujeito a regimes de safra e entressafra. Essa característica introduz dificuldades importantes para rentabilidade dos capitais investidos e para o planejamento e controle da produção agroindustrial.
- b) Variações de qualidade do produto: a qualidade e quantidade do produto final agropecuário está sujeita às variações climáticas e às técnicas de cultivo e manejo empregadas. Por sua vez, as características da matéria-prima afetam a qualidade final dos produtos transformados, em particular, a padronização e a regularidade de padrões de qualidade do produto acabado.
- c) Perecibilidade da matéria-prima: grande parte das agroindústrias trabalha com produtos perecíveis que não podem ser estocados e devem ser transformados rapidamente, após a colheita ou tão logo cheguem à instalação industrial. Essa característica também afeta de maneira importante a produção agropecuária, pois introduz problemas de logística de provisionamento e de planejamento da produção.



d) Sazonalidade de demanda/consumo: algumas agroindústrias estão sujeitas a significativas variações de demanda segundo datas específicas ou segundo as variações climáticas ligadas às estações do ano. O impacto dessas variações de demanda no planejamento e no controle da produção agroindustrial é extremamente importante e afeta os agricultores e os demais agentes do sistema.

### III. FORMAÇÃO DOS DIREITOS DE CRÉDITO NAS CADEIAS DE PRODUÇÃO AGROINDUSTRIAIS

Aqui a abordagem sistêmica tem sido relevante. Em outras palavras, esse conceito evidencia o caráter sistêmico que resulta da influência de cada agente sobre os demais, manifestada concretamente pela criação e o fortalecimento de uma relação de interdependência que afasta a antiga e tradicional divisão econômica dos setores agrícola, industrial e de serviços. As cadeias agroindustriais representam a organização destas atividades com fins a produção de alimentos, fibras e bioenergia.

Esse conjunto sistemático de atividades e agentes que englobam os segmentos "antes, dentro e depois da porteira". O termo "antes da porteira" faz referência a tudo que é necessário à produção agrícola, mas não está na fazenda. É aquilo que o produtor rural precisa comprar para produzir: todos os insumos (máquinas, defensivos químicos, fertilizantes, sementes, frota, etc.). Já a expressão "dentro da porteira" é tudo o que se refere à produção - plantio, manejo, colheita, beneficiamento primário, armazenagem, manutenção de máquinas, ainda, descarte de embalagens de agroquímicos e mão de obra utilizada. E por fim o termo "depois da porteira" faz referência à comercialização, logística e distribuição nos mercados interno e internacional desses produtos, subprodutos e resíduos de valor econômico.

Nesse contexto, contudo, uma primeira leitura daquele dispositivo acima citado, poderia nos levar à equivocada conclusão de que somente os negócios realizados por pessoas físicas ou jurídicas que desenvolvam atividade de produção agropecuária, pesqueira ou de reflorestamento primária estariam aptos a originar "direitos creditórios do agronegócio". Não há que se presumir um rol taxativo de atividades advindos do artigo 23 da Lei n. 11.076/2004.

Tal interpretação, não só diminuiria a abrangência dos negócios eficazes à formação dos referidos direitos creditórios e foge claramente a uma interpretação lógico-sistemática do conceito econômico aqui empregado e emprestado dos mercados atuais globais. Conforme desenvolvimento das novas fontes de financiamento através de títulos de crédito específicos, era de ir além do objeto singular da Cédula de Produto Rural (CPR), em suas modalidades física e financeira (Lei 8.929/1994), mas de financiar os elos relacionados à produção de alimentos, fibra e bioenergia.



Vale ressaltar que, também no início dos anos 90, a própria Lei nº 8.171, de 17 de janeiro de 1991, que dispõe sobre a Política Agrícola Brasileira, referiu-se à atividade agrária de forma bastante ampla, incluindo a produção, o processamento e a comercialização dos produtos agrícolas, subprodutos e derivados, serviços agrícolas, pecuários, pesqueiros e florestais. Nota-se que já não é de hoje, portanto, que o legislador brasileiro abriu a possibilidade da inclusão do paradigma da multifuncionalidade, reconhecendo claramente o caráter sistêmico da atividade agroindustrial, através de suas diversas cadeias e atividades econômicas. O agronegócio em seu atual conceito acadêmico aceito internacionalmente, se forma por um conjunto de atividades econômicas que formam elo com a produção agroindustrial.

Além disso, mostrou-se também evidente a aproximação e a possibilidade de que se confundam determinados limites que originalmente circunscreviam a agricultura e a pecuária, como atividades produtivas primárias, em relação àqueles que em princípio seriam próprios às chamadas atividades secundárias e terciárias, quais sejam a indústria e o comércio, e ainda outras como a prestação de serviço. Não é por outra razão que, de modo proporcional ao aumento de atividades que passam a ser consideradas como tipicamente agroindustriais, afloram também espécies de contratos específicos que têm por objeto regular relações de crédito daí surgidos. Atualmente, cerca de 65% da riqueza (PIBAgro) é gerado no “antes e “depois” da porteira, e são aqueles que fomentam e dão destino à produção.

A melhor interpretação do conceito de direito creditórios do agronegócio deve relacionar os negócios jurídicos vinculados as atividades econômicas organizadas de fornecimento de insumos, produção, processamento, beneficiamento e transformação, comercialização, armazenamento, logística e distribuição de produtos, subprodutos e resíduos de valor econômico agrícolas, pecuários, de reflorestamento e aqüicultura.

As atividades podem também ser diferentes, mas ainda assim coordenadas no interesse comum de diferentes empresários atuantes no ciclo de produção, comercialização, logística e distribuição de alimentos, fibras e bioenergia. Nos parece, assim, que o parágrafo primeiro do artigo 23 da lei n. 11.076/2004 buscou fazer clara analogia aos conceitos aqui referidos, contudo com alguma imprecisão técnica e na forma exemplificativa acabou por permitir uma interpretação gramatical taxativa, o que não mantém qualquer lógica com a melhor interpretação sistemática do conjunto de títulos de crédito para financiamento do agronegócio e do moderno conceito de cadeia de produção agroindustrial.



#### IV. COMENTÁRIOS GERAIS À MINUTA

Tema	Redação original na Minuta	Redação proposta	Comentários
<i>Definição, lastro e destinação dos recursos</i>	<p>Art. 3º O CRA deve ser vinculado a direitos creditórios originários de negócios realizados entre produtores rurais, ou suas cooperativas, e terceiros, inclusive financiamentos ou empréstimos, relacionados com a produção, a comercialização, o beneficiamento ou a industrialização de:</p> <p>I - produtos agropecuários;</p> <p>II - insumos agropecuários; ou</p> <p>III - máquinas e implementos utilizados na atividade agropecuária.</p> <p>§1º Por comercialização dos produtos agropecuários referidos no inciso I, entende-se a atividade de compra, venda, importação, exportação, intermediação, armazenagem e transporte de produtos in natura.</p> <p>§2º O produto agropecuário in natura referido no § 1º é aquele em estado</p>	<p>Art. 3º O CRA deve ser vinculado a direitos creditórios originários de negócios realizados nas cadeias de produção agroindustriais de alimentos, fibras e bioenergia.</p> <p>§1º Os direitos creditórios que tratam o <i>caput</i> 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:</p> <p>I - fornecimento de insumos, entre eles fertilizantes, defensivos, sementes, máquinas, inclusive automotrizes, e equipamentos agrícolas;</p> <p>a) integram a consecução dessa atividade as operações realizadas através das revendas e distribuidoras de insumos.</p> <p>II - beneficiamento, industrialização, armazenamento, comercialização e logística de produtos, subprodutos e</p>	<p>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.</p>



Tema	Redação original na Minuta	Redação proposta	Comentários
	<p>natural, de origem animal ou vegetal, que não sofre processo de beneficiamento ou industrialização, exceto se:</p> <p>I - o beneficiamento se caracterizar como a primeira modificação ou preparo do produto, pelo próprio produtor rural, sem lhe retirar a característica original tais como, por exemplo, os processos de lavagem, limpeza, descaroçamento, pilagem, descascamento, debulhação, secagem, socagem e lenhamento; ou</p> <p>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.</p> <p>§3º Para efeito do disposto no § 1º, equipara-se ao produto agropecuário in</p>	<p>resíduos de valor econômico de origem agrícola, pecuária, de reflorestamento e de aquicultura;</p> <p>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.</p> <p>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.</p> <p>III - financiamento, ainda que corporativo, das atividades descritas nos itens I e II acima; e</p> <p>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.</p>	



Tema	Redação original na Minuta	Redação proposta	Comentários
	<p>natura os subprodutos ou resíduos que, mediante o beneficiamento ou industrialização rudimentar referidos no § 2º, surgem sob nova forma, tais como a casca, o farelo, a palha, o pelo e o caroço, dentre outros.</p> <p>§4º Os direitos creditórios do agronegócio referidos no caput devem ser constituídos por:</p> <p>I - direitos creditórios que tenham como devedores ou cedentes pessoas físicas ou jurídicas caracterizadas como produtores rurais ou suas cooperativas; ou</p> <p>II - dívidas corporativas emitidas pelos terceiros referidos no caput, vinculadas a uma relação comercial existente entre o terceiro e produtores rurais ou suas cooperativas.</p> <p>§5º Os direitos creditórios referidos no § 4º podem ser subscritos diretamente pela companhia securitizadora, sem a necessidade de cessão por terceiros.</p>	<p>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;</p> <p>c) os financiamentos de empréstimos formalizados através dos títulos próprios de financiamento do agronegócio carecem de comprovação de destinação conforme o disposto nas alíneas acima.</p> <p>IV - financiamento, ainda que corporativo, obtido por produtores rurais ou seus cooperativas.</p> <p>§ 3 Os direitos creditórios referidos nesse artigo devem contar com certeza, liquidez e exigibilidade, ainda, não estar sob condição.</p>	



Tema	Redação original na Minuta	Redação proposta	Comentários
	<p>§6º Os recursos recebidos por terceiros com a emissão da dívida utilizada como lastro de CRA devem ser destinados a produtores rurais, para fins de comprovação da vinculação referida no caput e no § 4º, inciso II.</p> <p>§7º A destinação dos recursos referida no §6º deve ser comprovada por meio de contrato vigente entre o terceiro e o produtor rural, em montantes e prazos compatíveis com os da emissão do certificado, e verificada trimestralmente pelo agente fiduciário.</p>		
<i>Definição, lastro e destinação dos recursos</i>	<p>Art. 4º Os recursos captados em ofertas de CRA não podem ser utilizados com operações envolvendo instrumentos financeiros derivativos, exceto se tais operações forem realizadas exclusivamente com o objetivo de proteção patrimonial.</p> <p>Parágrafo único. 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 em</p>	Exclusão.	Não há que se falar em uso dos recursos para operação de <i>Hedge</i> , operação de natureza comercial comum as operações de compra de commodities agrícolas em mercado futuro e de balcão organizado. Apenas operação de <i>swap</i> de moeda poderiam ser consideradas com fim ao disposto na redação da minuta.





Tema	Redação original na Minuta	Redação proposta	Comentários
	conta específica, aberta diretamente em nome do patrimônio separado.		
<i>Revolvência</i>	<p>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 direitos creditórios com prazos compatíveis ao vencimento do certificado.</p> <p>§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 vinculados à emissão.</p> <p>§2º O termo de securitização deve estabelecer prazo máximo entre o efetivo recebimento dos recursos e a nova aquisição de direitos creditórios pela companhia securitizadora, nos termos do referido no caput.</p>	<p>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.</p> <p>§ 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.</p> <p>(...)</p>	<p>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.</p>



Tema	Redação original na Minuta	Redação proposta	Comentários
	<p>§3º Os novos direitos creditórios adquiridos na forma prevista no caput devem atender aos critérios de elegibilidade previamente estabelecidos no termo de securitização.</p> <p>§4º O montante total dos direitos creditórios vinculados ao CRA deve ser compatível com o pagamento da remuneração e amortização previstas para a emissão.</p> <p>§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 ou em cotas de fundos de investimento classificados nas categorias “Renda Fixa - Curto Prazo” ou “Renda Fixa - Simples”, nos termos da regulamentação específica.</p> <p>§6º A parcela de recursos oriundos do pagamento dos respectivos direitos creditórios do agronegócio não utilizada, dentro do prazo máximo a que se refere</p>		



Tema	Redação original na Minuta	Redação proposta	Comentários
	<p>o § 2º deste artigo, na aquisição de novos direitos creditórios do agronegócio, deve ser imediatamente utilizada na amortização ou no resgate dos CRA.</p> <p>§7º O agente fiduciário deve verificar o adequado atendimento, pela emissora, dos critérios de elegibilidade estabelecidos no termo de securitização, conforme disposto no caput.</p> <p>§8º O termo de securitização deve indicar os procedimentos a serem adotados pelo agente fiduciário em caso de não atendimento da obrigação prevista no § 6º.</p> <p>§9º A companhia securitizadora deve aditar o termo de securitização de forma a vincular os novos direitos creditórios do agronegócio adquiridos à emissão.</p>	<p>§ 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</p>	



Tema	Redação original na Minuta	Redação proposta	Comentários
		vencido antecipadamente, no prazo estabelecido no termo de securitização.	
<i>Termo de Securitização</i>	<p>Art. 9º Do termo de securitização devem constar as seguintes informações mínimas:</p> <p>I - características dos direitos creditórios objeto do lastro, incluindo:</p> <p>a) a identificação do devedor; b) o valor nominal; e c) o vencimento;</p> <p>II - identificação dos títulos emitidos;</p> <p>III - indicação de outras garantias de resgate dos títulos da série emitida, quando constituídas;</p> <p>IV - possibilidade e condições para a substituição dos direitos creditórios do agronegócio que servem de lastro ao CRA, observado o disposto no parágrafo único;</p> <p>V - declaração, pela companhia securitizadora, da instituição do regime fiduciário sobre o lastro, se aplicável;</p>	<p>Art. 9º Do termo de securitização devem constar as seguintes informações mínimas:</p> <p>I - características dos direitos creditórios objeto do lastro, incluindo:</p> <p>a) a identificação do devedor; b) o valor nominal; e c) o vencimento;</p> <p>II - identificação dos títulos emitidos;</p> <p>III - indicação de outras garantias de resgate dos títulos da série emitida, quando constituídas;</p> <p>IV - possibilidade e condições para a substituição dos direitos creditórios do agronegócio que servem de lastro ao CRA, observado o disposto no parágrafo único;</p> <p>V - declaração, pela companhia securitizadora, da instituição do regime fiduciário sobre o lastro, se aplicável;</p>	<p>A alteração no inciso VIII se faz necessária, tendo em vista que a contratação de derivativos deve ser facultativa, e não obrigatória, para as emissões de CRA.</p> <p>Sugerimos também a exclusão do inciso XIII e do inciso XIX, uma vez que as garantias já estão cobertas pelo inciso III e pelo inciso I, respectivamente, deste Art. 9º, evitando assim a repetição e eventual confusão.</p> <p>Ainda, 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</p>



Tema	Redação original na Minuta	Redação proposta	Comentários
	<p>VI - critérios de elegibilidade objetivos para a seleção dos novos direitos creditórios do agronegócio a serem adquiridos pela companhia securitizadora e prazo para a respectiva aquisição, observado o disposto no art. 7º;</p> <p>VII - características das classes e séries a ele vinculados e os respectivos direitos políticos e econômicos inerentes a cada classe e série de certificado;</p> <p>VIII - política de utilização de derivativos;</p> <p>IX - identificação das instituições contratadas, incluindo, conforme o caso, o custodiante, a agência de classificação de risco, o auditor independente, o escriturador, o agente fiduciário e outros prestadores de serviço, acompanhada de descrição breve de suas respectivas funções;</p> <p>X - remuneração da emissora e dos prestadores de serviço referidos no inciso</p>	<p>VI - critérios de elegibilidade objetivos para a seleção dos novos direitos creditórios do agronegócio a serem adquiridos pela companhia securitizadora e prazo para a respectiva aquisição, observado o disposto no art. 7º;</p> <p>VII - características das classes e séries a ele vinculados e os respectivos direitos políticos e econômicos inerentes a cada classe e série de certificado;</p> <p>VIII - política de utilização de derivativos, se houver;</p> <p>IX - identificação das instituições contratadas, incluindo, conforme o caso, o custodiante, a agência de classificação de risco, o auditor independente, o escriturador, o agente fiduciário e outros prestadores de serviço, acompanhada de descrição breve de suas respectivas funções;</p> <p>X - remuneração da emissora e dos prestadores de serviço referidos no inciso IX, de forma detalhada, com a indicação</p>	<p>(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.</p>



Tema	Redação original na Minuta	Redação proposta	Comentários
	<p>IX, de forma detalhada, com a indicação dos referidos valores e critérios de atualização, incluindo, ainda, o percentual anual que cada despesa representa do total da emissão;</p> <p>XI - se houver, a relação mínima entre a subordinação e o valor global dos certificados no momento da emissão (“índice de subordinação”), a periodicidade para apuração e divulgação aos investidores dessa relação;</p> <p>XII - os procedimentos aplicáveis para a recomposição do índice de subordinação;</p> <p>XIII - descrição das garantias adicionais oferecidas pela estrutura da securitização, tais como a existência e os mecanismos de funcionamento de sobre colateralização ou coobrigação, dentre outros.</p> <p>XIV - os eventos de liquidação antecipada do certificado, assegurando, no caso de decisão da assembleia pela não liquidação, as situações de resgate dos</p>	<p>dos referidos valores e critérios de atualização, incluindo, ainda, o percentual anual que cada despesa representa do total da emissão;</p> <p>XI - se houver, a relação mínima entre a subordinação e o valor global dos certificados no momento da emissão (“índice de subordinação”), a periodicidade para apuração e divulgação aos investidores dessa relação;</p> <p>XII - os procedimentos aplicáveis para a recomposição do índice de subordinação;</p> <p>XIII - 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;</p> <p>XIV - competências da assembleia geral de titulares, critérios e requisitos para sua convocação e deliberação, respeitadas as disposições desta Instrução;</p>	



Tema	Redação original na Minuta	Redação proposta	Comentários
	<p>certificados seniores aos investidores dissidentes que o solicitarem;</p> <p>XV - competências da assembleia geral de titulares, critérios e requisitos para sua convocação e deliberação, respeitadas as disposições desta Instrução;</p> <p>XVI - indicação de possíveis conflitos de interesses existentes no momento da emissão do certificado;</p> <p>XVII - regras para a substituição dos prestadores de serviços contratados;</p> <p>XVIII - hipóteses de administração extraordinária do patrimônio separado;</p> <p>XIX - relação dos produtores rurais que originaram os direitos creditórios ou que estão vinculados aos direitos creditórios cedidos; e</p> <p>XX - descrição objetiva do vínculo entre o terceiro referido no art. 3º, § 4º, inciso II, e o produtor rural, caso o lastro esteja enquadrado no referido dispositivo.</p>	<p>XV - indicação de possíveis conflitos de interesses existentes no momento da emissão do certificado;</p> <p>XVI - regras para a substituição dos prestadores de serviços contratados;</p> <p>XVII - hipóteses de administração extraordinária do patrimônio separado;</p> <p>XVIII - descrição objetiva do vínculo entre o terceiro referido no art. 3º, § 4º, inciso II, e o produtor rural, caso o lastro esteja enquadrado no referido dispositivo.</p>	



Tema	Redação original na Minuta	Redação proposta	Comentários
	<p>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.</p>		
<p><i>Encargos</i></p>	<p>Art. 10. O pagamento de despesas com recursos provenientes do recebimento dos direitos creditórios vinculados está limitado as seguintes hipóteses:</p> <p>I - taxa de administração da emissora;</p> <p>II - taxas, impostos ou contribuições federais, estaduais, municipais ou autárquicas, que recaiam sobre os bens, direitos e obrigações do patrimônio;</p> <p>III - registro de documentos em cartório, impressão, expedição e publicação de relatórios e informações periódicas previstas nesta Instrução e em regulamentação específica;</p>	<p>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:</p> <p>I - remuneração da emissora;</p> <p>II - taxas, impostos ou contribuições federais, estaduais, municipais ou autárquicas, que recaiam sobre os bens, direitos e obrigações do patrimônio;</p> <p>III - registro de documentos em cartório, impressão, expedição e publicação de relatórios e informações periódicas previstas nesta Instrução e em regulamentação específica;</p>	<p>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.</p> <p>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</p>





Tema	Redação original na Minuta	Redação proposta	Comentários
	<p>IV - expedição de correspondência de interesse dos titulares;</p> <p>V - honorários dos prestadores de serviço referidos no art. 13, exceto da emissora, a qual é remunerada nos termos do inciso I;</p> <p>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;</p> <p>VII - prêmios de seguro ou custos com derivativos;</p> <p>VIII - custos inerentes à liquidação do certificado;</p> <p>IX - custos inerentes à realização de assembleia geral dos titulares;</p> <p>X - liquidação, registro, negociação e custódia de operações com ativos;</p> <p>XI - contribuição devida às entidades administradoras do mercado organizado</p>	<p>IV - expedição de correspondência de interesse dos titulares;</p> <p>V - honorários dos prestadores de serviço referidos no art. 13, exceto da emissora, a qual é remunerada nos termos do inciso I;</p> <p>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;</p> <p>VII - prêmios de seguro ou custos com derivativos;</p> <p>VIII - custos inerentes à liquidação do certificado;</p> <p>IX - custos inerentes à realização de assembleia geral dos titulares;</p> <p>X - liquidação, registro, negociação e custódia de operações com ativos;</p> <p>XI - contribuição devida às entidades administradoras do mercado organizado</p>	<p>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.</p> <p>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.</p>



Tema	Redação original na Minuta	Redação proposta	Comentários
	<p>em que os certificados sejam admitidos à negociação;</p> <p>XII - gastos com o registro para negociação em mercados organizados;</p> <p>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;</p> <p>XIV - remuneração da agência classificadora de risco; e</p> <p>XV - remuneração do agente de cobrança dos direitos creditórios vinculados ao CRA.</p> <p>Parágrafo único. Quaisquer despesas não previstas como encargos devem ser imputadas à companhia securitizadora, no âmbito de suas competências e conforme dispuser o termo de securitização, salvo decisão contrária da assembleia de titulares.</p>	<p>em que os certificados sejam admitidos à negociação;</p> <p>XII - gastos com o registro para negociação em mercados organizados;</p> <p>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;</p> <p>XIV - remuneração da agência classificadora de risco; e</p> <p>XV - remuneração do agente de cobrança dos direitos creditórios vinculados ao CRA.</p> <p>Parágrafo único. Quaisquer despesas não previstas como encargos devem ser imputadas conforme dispuser o termo de securitização.</p>	<p>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.</p> <p>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</p>



Tema	Redação original na Minuta	Redação proposta	Comentários
			<p>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.</p> <p>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.</p> <p>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</p>



Tema	Redação original na Minuta	Redação proposta	Comentários
			<p>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.</p> <p>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,</p>



Tema	Redação original na Minuta	Redação proposta	Comentários
			conforme as particularidades de cada emissão de CRA.
<p><i>Registro da Oferta</i></p>	<p>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.</p> <p>§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:</p> <p>I - informações sobre as características do certificado, nos termos do Anexo 11-I;</p> <p>II - cópia do termo de securitização; e</p> <p>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</p>	<p>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.</p> <p>§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:</p> <p>I - informações sobre as características do certificado, nos termos do Anexo 11-I;</p> <p>II - cópia do termo de securitização; e</p> <p>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</p>	<p>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).</p> <p>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,</p>



Tema	Redação original na Minuta	Redação proposta	Comentários
	<p>suficiência das informações prestadas pelo ofertante no prospecto e no termo de securitização.</p> <p>§ 2º Os certificados objeto de registro de oferta pública devem:</p> <p>I - contar com a instituição do regime fiduciário sobre o lastro e constituição de patrimônio separado;</p> <p>II - ser constituídos por direitos creditórios de cuja liquidação se dê exclusivamente na forma financeira; e</p> <p>III - possuir devedores ou coobrigados com exposição máxima de 20% (vinte por cento) do total emitido, salvo se o devedor ou coobrigado for:</p>	<p>suficiência das informações prestadas pelo ofertante no prospecto e no termo de securitização.</p> <p>§ 2º Os certificados objeto de registro de oferta pública devem:</p> <p>I - contar com a instituição do regime fiduciário sobre o lastro e constituição de patrimônio separado;</p> <p>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</p> <p>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:</p>	<p>considerando-se a peculiaridade do mercado, pedimos que apenas as participações diretas sejam consideradas para fins de apuração de concentração de até 20%.</p> <p>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.</p>



Tema	Redação original na Minuta	Redação proposta	Comentários
	<p>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.</p> <p>§ 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:</p> <p>I - até a data de vencimento dos CRA; ou</p> <p>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.</p>	<p>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.</p> <p>§ 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:</p> <p>I - até a data de vencimento dos CRA; ou</p> <p>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.</p>	



Tema	Redação original na Minuta	Redação proposta	Comentários
	<p>§ 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.</p> <p>§5º Para efeito do disposto no § 2º, inciso III, equiparam-se ao devedor ou coobrigado o seu acionista controlador, as sociedades por eles direta ou indiretamente controladas, suas coligadas e sociedades sob controle comum.</p> <p>§6º Caso a emissão seja classificada por agência classificadora de risco, esta deve possuir registro na CVM para o exercício da função, sendo que o registro da oferta somente será concedido após a emissão do relatório definitivo sobre a classificação de risco da emissão.</p>	<p>§ 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.</p> <p>§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.</p> <p>§6º Caso a emissão seja classificada por agência classificadora de risco, esta deve possuir registro na CVM para o exercício da função.</p>	
<i>Ofertas para investidores não qualificados</i>	Art. 12. Os CRA ofertados a investidores que não sejam considerados qualificados	Art. 12. Os CRA ofertados a investidores que não sejam considerados qualificados	Entendemos que termos genéricos como “substancial” causam confusão na interpretação por parte daqueles





Tema	Redação original na Minuta	Redação proposta	Comentários
	<p>nos termos da regulamentação específica, devem:</p> <p>I - contar com retenção substancial de riscos e benefícios do cedente ou de terceiros, conforme definição 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;</p> <p>II - assegurar a manutenção da retenção de riscos referida no inciso I do caput durante todo o prazo de vigência do certificado;</p> <p>III - ser constituídos por créditos considerados como performados no momento da cessão ou subscrição pela companhia securitizadora;</p> <p>IV - possuir devedores ou coobrigados com exposição máxima de 20% (vinte por cento) do total emitido, salvo se o devedor ou coobrigado for:</p>	<p>nos termos da regulamentação específica, devem:</p> <p>I - contar com retenção de riscos e benefícios do cedente ou de terceiros, conforme definição 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;</p> <p>II - assegurar a manutenção da retenção de riscos referida no inciso I do caput durante todo o prazo de vigência do certificado;</p> <p>III - ser constituídos por créditos considerados como performados no momento da cessão ou subscrição pela companhia securitizadora;</p> <p>IV - 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:</p>	<p>que aplicam a norma no dia a dia. Para tanto, sugerimos a exclusão de tal termo no primeiro inciso do artigo 12.</p> <p>Além disso, os ajustes de redação propostos 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%.</p> <p>A alteração no parágrafo 2º visa tornar a redação do artigo mais genérica, captando outras operações que não as de compra e venda e prestação de serviços. Tal ajuste se faz necessário tendo em vista a variedade de obrigações que podem ser vinculadas às operações de CRA.</p> <p>Pelo mesmo motivo alegado acima, sugerimos a exclusão do termo “corporativas” do parágrafo 3º, uma</p>



Tema	Redação original na Minuta	Redação proposta	Comentários
	<p>a) companhia aberta; ou b) instituição financeira ou equiparada.</p> <p>V - ser constituídos por direitos creditórios cedidos por um único cedente ou cedentes sob controle comum.</p> <p>§ 1º A retenção de riscos referida no inciso I pode ocorrer, dentre outros, por meio da emissão, para o cedente ou terceiros, de certificados de classe subordinada ou, ainda, da assunção de coobrigação ou contratação de seguro.</p> <p>§ 2º Por créditos performados referidos no inciso III entende-se aqueles em que o produto objeto da compra ou venda já tenha sido entregue ou em que a prestação de serviço já tenha ocorrido.</p> <p>§ 3º Equipara-se aos créditos performados, as dívidas corporativas vinculadas à emissão, desde que os</p>	<p>a) companhia aberta; ou b) instituição financeira ou equiparada.</p> <p>V - ser constituídos por direitos creditórios cedidos por um único cedente ou cedentes sob controle comum.</p> <p>§ 1º A retenção de riscos referida no inciso I pode ocorrer, dentre outros, por meio da emissão, para o cedente ou terceiros, de certificados de classe subordinada ou, ainda, da assunção de coobrigação ou contratação de seguro.</p> <p>§ 2º Por créditos performados referidos no inciso III entende-se aqueles em que a existência e validade de tais direitos creditórios independe de ação posterior do cedente ou de terceiros, ressalvados os casos em que tal ação limite-se exclusivamente ao desembolso de recursos financeiros para integralização de direitos creditórios vinculados ao CRA.</p> <p>§ 3º Equipara-se aos créditos performados, as dívidas vinculadas à emissão, desde que</p>	<p>vez que inexistente limitação à dívidas corporativas para esse fim, sendo possíveis também dívidas de pessoas físicas.</p>



Tema	Redação original na Minuta	Redação proposta	Comentários
	<p>pagamentos devidos não estejam condicionados a qualquer evento futuro.</p> <p>§ 4º Para efeito do disposto no inciso IV, equiparam-se ao devedor ou coobrigado o seu acionista controlador, as sociedades por eles direta ou indiretamente controladas, suas coligadas e sociedades sob controle comum.</p> <p>§ 5º Somente os certificados que atendam ao disposto neste artigo podem ser adquiridos em mercados organizados de valores mobiliários por investidores considerados não qualificados.</p> <p>§ 6º Cabe aos intermediários assegurarem o cumprimento do § 5º relativamente aos seus clientes.</p>	<p>os pagamentos devidos não estejam condicionados a qualquer evento futuro.</p> <p>§ 4º Para efeito do disposto no inciso IV, 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.</p> <p>§ 5º Somente os certificados que atendam ao disposto neste artigo podem ser adquiridos em mercados organizados de valores mobiliários por investidores considerados não qualificados.</p> <p>§ 6º Cabe aos intermediários assegurarem o cumprimento do § 5º relativamente aos seus clientes.</p>	
<p><i>Responsabilidade e obrigações dos prestadores de serviços</i></p>	<p>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.</p>	<p>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.</p>	<p>A redação proposta do Art. 15, § 2º amplia de forma demasiada a responsabilidade da securitizadora nas emissões de CRA.</p> <p>Inicialmente, com relação ao inciso III, é de se destacar que a regulamentação</p>



Tema	Redação original na Minuta	Redação proposta	Comentários
	<p>§1º A companhia securitizadora pode subcontratar prestadores de serviços para as atividades descritas no caput sem se eximir de suas responsabilidades.</p> <p>§2º Incluem-se entre as obrigações da emissora:</p> <p>I - diligenciar para que sejam mantidos atualizados e em perfeita ordem:</p> <p>a) os registros de investidores e de transferências dos certificados;  b) controles de presenças e das atas de assembleia dos titulares dos certificados;  c) os relatórios dos auditores independentes sobre as demonstrações contábeis;  d) os registros contábeis referentes às operações realizadas e vinculadas à emissão; e  e) cópia da documentação relativa às operações vinculadas à emissão;</p>	<p>§1º A companhia securitizadora pode subcontratar prestadores de serviços para as atividades descritas no caput sem se eximir de suas responsabilidades.</p> <p>§2º Incluem-se entre as obrigações da emissora:</p> <p>I - diligenciar para que sejam mantidos atualizados e em perfeita ordem:</p> <p>a) os registros de investidores e de transferências dos certificados;  b) controles de presenças e das atas de assembleia dos titulares dos certificados;  c) os relatórios dos auditores independentes sobre as demonstrações contábeis;  d) os registros contábeis referentes às operações realizadas e vinculadas à emissão; e  e) cópia da documentação relativa às operações vinculadas à emissão, ressalvados aqueles sob custódia do agente custodiante;</p>	<p>sancionatória da CVM já prevê que o responsável por qualquer ilegalidade arcará com as penalidades aplicáveis. A redação ora sugerida pode gerar confusão, permitindo a interpretação de que a securitizadora é responsável por qualquer ilegalidade da emissão, mesmo àquelas que não são de sua responsabilidade ou competência. O mesmo vale para o inciso III.</p> <p>Com relação ao inciso IV, vale destacar que só deve ser transferido aos titulares dos CRAs o quanto disposto no respectivo Termo de Securitização. Ao incluir a redação genérica “qualquer vantagem”, poder-se-ia interpretar que a própria remuneração da securitizadora (que é uma vantagem desta) deveria ser transferida, o que não nos parece ser a intenção desta CVM.</p> <p>As alterações sugeridas no §6º deste art. 15 é justificada pelo mesmo fundamento desenvolvido nos ajustes propostos no art. 10 acima: o patrimônio separado constituído pelos</p>



Tema	Redação original na Minuta	Redação proposta	Comentários
	<p>II - pagar eventuais multas cominatórias impostas pela CVM, nos termos da legislação vigente, em razão de atrasos no cumprimento dos prazos previstos nesta Instrução;</p> <p>III - exercer ou diligenciar para que sejam exercidos, todos os direitos inerentes à emissão;</p> <p>IV - transferir aos titulares dos certificados qualquer benefício ou vantagem que possa alcançar em decorrência de sua atuação na emissão;</p> <p>V - manter os direitos creditórios e demais ativos vinculados à emissão custodiados em entidade de custódia autorizada ao exercício da atividade pela CVM;</p> <p>VI - elaborar e divulgar as informações previstas em regulamentação específica;</p>	<p>II - manter os direitos creditórios e demais ativos vinculados à emissão custodiados em entidade de custódia autorizada ao exercício da atividade pela CVM;</p> <p>III - elaborar e divulgar as informações previstas em regulamentação específica;</p> <p>IV - cumprir as deliberações da assembleia geral;</p> <p>V - fiscalizar os serviços prestados por terceiros contratados;</p> <p>VI - observar a regra de rodízio dos auditores independentes da companhia securitizadora e de cada patrimônio separado, conforme disposto na regulamentação específica; e</p>	<p>créditos vinculados à emissão é incomunicável e distinto do patrimônio próprio da securitizadora, não podendo o segundo responder por responsabilidades exclusivas do primeiro. De fato, a securitizadora é responsável por realizar a cobrança dos direitos creditórios inadimplidos que servem de lastro aos CRA considerando que ela deve administrar o patrimônio separado em benefício dos titulares dos títulos, podendo, inclusive, contratar terceiros prestadores de serviços para tanto. Mas isso não significa que a securitizadora deva dispender recursos próprios para realizar a cobrança de direitos creditórios inadimplidos, dado que ela assume tal função na qualidade de fiduciária, ou seja, em benefício e em prol dos titulares dos CRA. Ademais, eventuais custos com a cobrança dos direitos creditórios inadimplidos estão presentes em todas as emissões de CRA, constituindo despesas inerentes à operação. Pelas razões acima demonstradas, podemos classificar os</p>



Tema	Redação original na Minuta	Redação proposta	Comentários
	<p>VII - cumprir as deliberações da assembleia geral;</p> <p>VIII - fiscalizar os serviços prestados por terceiros contratados;</p> <p>IX - observar a regra de rodízio dos auditores independentes da companhia securitizadora e de cada patrimônio separado, conforme disposto na regulamentação específica; e</p> <p>X - cumprir e fazer cumprir todas as disposições do termo de securitização.</p> <p>§ 3º A companhia securitizadora deve exercer suas atividades com boa fé, transparência, diligência e lealdade em relação aos detentores dos certificados.</p> <p>§ 4º A companhia securitizadora, no âmbito do seu dever de diligência, deve se assegurar da adequada integridade e existência dos créditos vinculados às suas emissões, de forma que possa, inclusive, fornecer ao custodiante os documentos requeridos no art. 14.</p>	<p>VII - cumprir todas as disposições do termo de securitização a ela aplicáveis.</p> <p>§ 3º A companhia securitizadora deve exercer suas atividades com boa fé, transparência, diligência e lealdade em relação aos detentores dos certificados.</p> <p>§ 4º A companhia securitizadora, no âmbito do seu dever de diligência, deve se assegurar da adequada integridade e existência dos créditos vinculados às suas emissões, de forma que possa, inclusive, fornecer ao custodiante os documentos requeridos no art. 14.</p>	<p>custos com a cobrança de direitos creditórios inadimplidos como obrigações inerentes à estrutura dos CRA, não podendo, portanto, ser de responsabilidade da securitizadora.</p> <p>Sob o ponto de vista prático, a insuficiência do patrimônio separado significará para a securitizadora prolongados custos com a gestão de processos judiciais cobranças morosas, os quais podem não ter nenhuma perspectiva de recuperação de crédito. Considerando operações com lastro pulverizado, cujos direitos creditórios são devidos por diversos devedores com perfis e domicílios diferentes, as despesas incorridas com a cobrança podem assumir proporções consideravelmente exageradas. Ainda, deve-se notar que as securitizadoras conseguem precificar o valor dos serviços prestados no âmbito de uma emissão de CRA levando-se em consideração custos incorridos com a gestão de ativos financeiros. Por outro lado, as companhias securitizadoras não</p>



Tema	Redação original na Minuta	Redação proposta	Comentários
	<p>§ 5º A responsabilidade da emissora pela cobrança dos direitos creditórios, nos termos do disposto no caput, inclui a cobrança judicial ou extrajudicial dos créditos inadimplidos e a adoção dos procedimentos necessários para a execução das garantias envolvidas.</p> <p>§ 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.</p>	<p>§ 5º A responsabilidade da emissora pela cobrança dos direitos creditórios, nos termos do disposto no caput, inclui a cobrança judicial ou extrajudicial dos créditos inadimplidos e a adoção dos procedimentos necessários para a execução das garantias envolvidas.</p>	<p>possuem expertise para estimar custos com a cobrança de direitos creditórios inadimplido (tanto judicial como extrajudicial) pela simples razão dessa atividade não fazer parte da prática empresarial do setor.</p> <p>Entendemos ainda que o §6º é juridicamente supérfluo, tendo em vista o art. 19 da Instrução proposta, segundo o qual, caso o patrimônio separado seja insuficiente, o agente fiduciário contratado no âmbito da emissão deverá convocar assembleia geral titulares de CRA para deliberar sobre as normas de administração ou liquidação do patrimônio separado. Ou seja, o normativo outorgo aos titulares de CRA, os reais interessados na cobrança de direitos creditórios do agronegócio, a opção de aportar mais recursos na estrutura para a cobrança dos créditos ou de determinar sua liquidação. O mesmo procedimento é consagrado pela Lei 9.514. A convocação de assembleia geral de titulares de CRA em caso de insuficiência do patrimônio separado</p>



Tema	Redação original na Minuta	Redação proposta	Comentários
			já é um mecanismo amplamente adotado pelo mercado em geral, além de ser mais coerente com as responsabilidades assumidas pela securitizadoras no contexto das emissões dos CRA. Nesses termos, sugerimos pela exclusão do parágrafo 6º deste dispositivo.
<p><i>Vedações dos prestadores de serviços</i></p>	<p>Art. 16. É vedada à companhia securitizadora:</p> <p>I - vincular quaisquer empréstimos ou financiamentos às suas emissões;</p> <p>II - adquirir direitos creditórios ou subscrever dívida corporativa de partes a ela relacionadas com o propósito de lastrear suas emissões;</p> <p>III - prestar garantias utilizando os bens ou direitos vinculados às emissões;</p> <p>IV - receber recursos provenientes dos ativos vinculados em conta corrente não vinculada à emissão;</p>	<p>Art. 16. É vedada à companhia securitizadora:</p> <p>I - prestar garantias utilizando os bens ou direitos vinculados às emissões;</p> <p>II - receber recursos provenientes dos ativos vinculados em conta corrente não vinculada à emissão;</p> <p>III - adiantar rendas futuras aos titulares dos certificados;</p> <p>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</p>	<p>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.</p> <p>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.</p>





Tema	Redação original na Minuta	Redação proposta	Comentários
	<p>V - adiantar rendas futuras aos titulares dos certificados;</p> <p>VI - aplicar no exterior os recursos captados com a emissão;</p> <p>VII - receber a prazo os recursos das emissões de certificados; e</p> <p>VIII - atuar como o prestador de serviço referido no art. 14, § 1º.</p>	<p>esteja condicionado ao recebimento dos referidos recursos; e</p> <p>V - atuar como o prestador de serviço referido no art. 14, § 1º.</p>	<p>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</p> <p>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.</p>
<p><i>Administração extraordinária do patrimônio separado</i></p>	<p>Art. 19. Em casos de insuficiência dos ativos que compõem o patrimônio separado, cabe ao agente fiduciário convocar assembleia geral dos titulares para deliberar sobre a administração ou liquidação do patrimônio separado.</p>	<p>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</p>	<p>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</p>



Tema	Redação original na Minuta	Redação proposta	Comentários
	<p>Parágrafo único. Na hipótese referida no caput, a assembleia geral pode adotar qualquer medida pertinente à administração ou liquidação do patrimônio separado, inclusive a transferência dos ativos dele integrantes para outra companhia securitizadora ou para o agente fiduciário, a forma de liquidação do patrimônio e a nomeação do liquidante.</p>	<p>patrimônio separado, nos termos do parágrafo primeiro abaixo.</p> <p>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:</p> <p>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;</p> <p>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</p>	<p>saberá de forma clara quais serão os direitos a ele disponíveis no caso da referida hipótese. O fluxo sugerido estabelece uma ordem de preferência.</p>



Tema	Redação original na Minuta	Redação proposta	Comentários
		<p>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.</p> <p>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.</p>	
<i>Competência da Assembleia Geral</i>	<p>Art. 21. Compete privativamente à assembleia geral de titulares deliberar sobre:</p> <p>I - as demonstrações contábeis do patrimônio separado apresentadas pela securitizadora, acompanhadas do relatório dos auditores independentes, em até 120 (cento e vinte) dias após o término do exercício social a que se referirem;</p>	<p>Art. 21. Compete privativamente à assembleia geral de titulares deliberar sobre:</p> <p>I - as demonstrações contábeis do patrimônio separado apresentadas pela securitizadora, acompanhadas do relatório dos auditores independentes, em até 120 (cento e vinte) dias após o término do exercício social a que se referirem;</p>	<p>Solicitamos a alteração dos incisos III e VI, de modo a refletir que a assembleia de titulares de CRA delibere sobre quaisquer alterações (para cima ou para baixo) nos custos dos prestadores de serviços e remuneração do papel. Ainda, solicitamos a alteração no final do inciso VI, tendo em vista que não apenas o titular de CRA sênior, mas todos os demais titulares de CRA,</p>



Tema	Redação original na Minuta	Redação proposta	Comentários
	<p>II - alterações no termo de securitização;</p> <p>III - aumento na remuneração dos prestadores de serviço descritos no termo de securitização;</p> <p>IV - alterações na estrutura de garantias para os certificados de classe sênior, tais como, índice de subordinação ou sobre colateralização, se houver;</p> <p>V - alteração do quórum de instalação e deliberação da assembleia geral; e</p> <p>VI - redução da remuneração dos certificados de classe sênior.</p> <p>Parágrafo único. O termo de securitização pode estabelecer outras matérias de competência da assembleia, além daquelas previstas no caput.</p>	<p>II - alterações no termo de securitização;</p> <p>III -alterações na remuneração dos prestadores de serviço descritos no termo de securitização;</p> <p>IV - alterações na estrutura de garantias para os certificados de classe sênior, tais como, índice de subordinação ou sobre colateralização, se houver;</p> <p>V - alteração do quórum de instalação e deliberação da assembleia geral; e</p> <p>VI - alterações da remuneração dos certificados.</p> <p>Parágrafo único. O termo de securitização pode estabelecer outras matérias de competência da assembleia, além daquelas previstas no caput.</p>	<p>devem deliberar sobre alterações que afetem suas remunerações.</p>
<i>Competência da Assembleia Geral</i>	<p>Art. 22. O termo de securitização pode ser alterado independentemente de assembleia geral, sempre que tal alteração:</p>	<p>Art. 22. O termo de securitização pode ser alterado independentemente de assembleia geral, sempre que tal alteração:</p>	<p>Sugerimos ajustes ao inciso I para incluir no rol de dispensa de ratificação pela assembleia geral de titulares de CRA, ajustes em razão de eventuais demandas operacionais dos mercados organizados onde os CRA são</p>



Tema	Redação original na Minuta	Redação proposta	Comentários
	<p>I - decorrer exclusivamente da necessidade de atendimento a exigências expressas da CVM ou de adequação a normas legais ou regulamentares;</p> <p>II - decorrer da aquisição de novos direitos creditórios pela companhia securitizadora;</p> <p>III - for necessária em virtude da atualização dos dados cadastrais da emissora ou dos prestadores de serviços; e</p> <p>IV - envolver redução da remuneração dos prestadores de serviço descritos no termo de securitização.</p> <p>Parágrafo único. As alterações referidas no caput devem ser comunicadas aos titulares, no prazo de até 30 (trinta) dias contado da data em que tiverem sido implementadas.</p>	<p>I - decorrer exclusivamente da necessidade de atendimento a exigências expressas da CVM e dos mercados organizados onde os CRA foram admitidos à negociação ou de adequação a normas legais ou regulamentares, incluindo autorregulação;</p> <p>II - decorrer da aquisição de novos direitos creditórios pela companhia securitizadora;</p> <p>III - for necessária em virtude da atualização dos dados cadastrais da emissora ou dos prestadores de serviços; e</p> <p>IV - envolver redução da remuneração dos prestadores de serviço descritos no termo de securitização.</p> <p>Parágrafo único. As alterações referidas no caput devem ser comunicadas aos titulares, no prazo de até 30 (trinta) dias contado da data em que tiverem sido implementadas.</p>	<p>admitidos à negociação, bem como aquelas decorrentes da autorregulação.</p> <p>Tal ajuste evitaria que matéria operacional como simples alterações necessárias para que os CRA se mantenham regulamente registrados nos segmentos de listagem fossem objeto de convocação de assembleia dos titulares de CRA.</p> <p>Além disso, ressaltamos a importância da ANBIMA para os integrantes do sistema de distribuição e ao mercado, bem como a necessidade de que eventuais adequações em razão de suas normas ou apontamentos sejam excluídas de tal exceção.</p>



Tema	Redação original na Minuta	Redação proposta	Comentários
<p><i>Convocação e instalação da Assembleia Geral</i></p>	<p>Art. 24. Somente podem votar na assembleia geral os titulares inscritos nos registros do certificado na data da convocação da assembleia, seus representantes legais ou procuradores legalmente constituídos há menos de 1 (um) ano.</p> <p>Parágrafo único. Os titulares podem votar por meio de comunicação escrita ou eletrônica, desde que previsto no termo de securitização.</p>	<p>Art. 24. Somente podem votar na assembleia geral os titulares inscritos nos registros do certificado na data da convocação da assembleia, seus representantes legais ou procuradores legalmente constituídos.</p>	<p>A limitação de prazo de procuração limitaria o uso de instrumentos de mandato já outorgados pelos investidores. Além disso, a própria especificidade do mandato para essas situações presumiria seu exercício durante toda a vigência do CRA, caso menor prazo não fosse estipulado.</p> <p>Pedimos a exclusão da limitação de um ano, possibilitando que todo e qualquer procurador, desde que legalmente constituído, possa representar o investidor.</p>
<p><i>Deliberação da Assembleia Geral</i></p>	<p>Art. 25. As deliberações da assembleia geral são tomadas por maioria de votos dos certificados presentes, cabendo a cada certificado 1 (um) voto.</p> <p>§ 1º Na hipótese de existência de mais de uma classe de certificados, o termo de securitização pode dispor sobre direitos políticos especiais e o exercício do direito de voto na assembleia geral em relação a cada classe.</p> <p>§ 2º O termo de securitização deve dispor sobre o quórum de aprovação em</p>	<p>Art. 25. As deliberações da assembleia geral são tomadas por maioria de votos dos certificados presentes, cabendo a cada certificado 1 (um) voto.</p> <p>§ 1º Na hipótese de existência de mais de uma classe de certificados, o termo de securitização pode dispor sobre direitos políticos especiais e o exercício do direito de voto na assembleia geral em relação a cada classe.</p> <p>§ 2º O termo de securitização deve dispor sobre o quórum de aprovação em</p>	<p>Solicitamos a exclusão de redação proposta para o § 4º, tendo em vista que para CRA extremamente pulverizados, referidos quóruns dificilmente seriam atingidos.</p> <p>Em termos gerais, qualquer engessamento de quórum para as operações de CRA poderia ser prejudicial para as emissões, na medida em que cada uma possui características muito próprias e diferentes quantidades de investidores.</p>



Tema	Redação original na Minuta	Redação proposta	Comentários
	<p>assembleia geral para cada matéria que especificar.</p> <p>§ 3º As demonstrações contábeis do patrimônio separado que não contiverem ressalvas podem ser consideradas automaticamente aprovadas caso a assembleia correspondente não seja instalada em virtude do não comparecimento de quaisquer investidores.</p> <p>§ 4º A assembleia geral referida no art. 19 deve ser convocada mediante edital publicado 3 (três) vezes, 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:</p> <p>I - em primeira convocação, com a presença de titulares que representem, pelo menos, dois terços do valor dos certificados; e</p> <p>II - em segunda convocação, com qualquer número, sendo válidas as</p>	<p>assembleia geral para cada matéria que especificar.</p> <p>§ 3º As demonstrações contábeis do patrimônio separado que não contiverem ressalvas podem ser consideradas automaticamente aprovadas caso a assembleia correspondente não seja instalada em virtude do não comparecimento de quaisquer investidores.</p> <p>§ 4º A assembleia geral referida no art. 19 deve ser convocada mediante edital publicado 3 (três) vezes, com antecedência de 20 (vinte) dias, em jornal de grande circulação editado na localidade em que tiver sido feita a emissão</p>	



Tema	Redação original na Minuta	Redação proposta	Comentários
	deliberações tomadas pela maioria absoluta desse capital.		
<i>Vigência</i>	Art. 36. Esta Instrução entra em vigor na data de sua publicação.	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.	

Esperamos que nossas sugestões possam contribuir para o aperfeiçoamento da regulação da oferta pública de Certificado de Recebíveis do Agronegócio e o desenvolvimento do mercado de capitais e agronegócio brasileiro, e desde já colocamo-nos à disposição desta D. Autarquia para prestar quaisquer esclarecimentos que se fizerem necessários.

Atenciosamente,

**ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DO AGRONEGÓCIO**