

São Paulo, 14 de julho de 2017

Aos Srs.

Leonardo P. Gomes Pereira, Presidente

Antônio Carlos Berwanger, Superintendente de Desenvolvimento de Mercado

Comissão de Valores Mobiliários (CVM)

Rua Sete de Setembro, 111, 23º andar

Rio de Janeiro, RJ 20050-901

Ref.: Edital de Audiência Pública SDM nº 01/17

Objeto: Propostas da CFA Society Brazil à Minuta de Instrução (“Minuta”) sobre o regime dos Certificados de Recebíveis do Agronegócio objeto de oferta pública de distribuição.

Prezados Senhores,

Com referência à audiência pública promovida com vistas à elaboração de regulação específica para a atividade destacada acima, vimos oferecer a contribuição da CFA Society Brazil com sugestões para sua consideração.

A CFA Society Brazil é uma entidade formada exclusivamente por candidatos ou profissional detentores da certificação *Chartered Financial Analyst* (CFA), amplamente reconhecida no mercado financeiro global. A promoção da atuação ética e transparente por todos os agentes do mercado financeiro, com especial referência às práticas e regras que visam à proteção do investidor, faz parte dos esforços contínuos da CFA Society Brazil e de seus membros – direção esta que norteou o conteúdo da análise e das propostas aqui oferecidas.

Para elaborar nossas sugestões, foi formado um grupo de trabalho com diversos voluntários, todos membros da CFA Society Brazil, que atuam no mercado de capitais. O grupo examinou detalhadamente a Minuta e, a partir do resultado de suas discussões, ofereceu subsídios para a formulação do presente documento, que ora enviamos para a sua apreciação. Em linhas gerais, nossas sugestões visam apresentar sugestões que contribuam para uma melhor operação dos Certificados de Recebíveis do Agronegócio em consonância com as necessidades do mercado por nós identificadas.

Ao publicar o Edital de Audiência Pública SDM nº 01/17, a CVM deu um passo fundamental para regulamentar, com uma norma dedicada, um produto com grande relevância no Brasil.



Nossas sugestões encontram-se anexas à presente carta-resposta. Reforçamos que nossa visão se pauta pela garantia de proteção ao investidor em primeiro lugar, ao mesmo tempo em que mantém o foco nas melhores práticas de mercado e em seu contínuo desenvolvimento. Esperamos assim contribuir para com o trabalho desenvolvido por essa douta CVM em sua constante busca pelo aperfeiçoamento dos mercados de capitais no Brasil.

Permanecemos à sua disposição para quaisquer esclarecimentos.

Atenciosamente,

Mauro Miranda, CFA
Presidente

Luís Fernando Affonso, CFA
Membro do Conselho de Administração

Anexo - Sugestões

CAPÍTULO II – CARACTERÍSTICAS GERAIS

Artigo 3º:

Sugerimos a(s) seguinte(s) alteração(ões) e/ou inclusão(ões):

Redação Original	Redação Proposta
<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; II – insumos agropecuários; ou III – máquinas e implementos utilizados na atividade agropecuária.</p>	<p>Art. 3º O CRA deve ser vinculado a direitos creditórios originários de negócios realizados entre, de um lado, produtores rurais, suas cooperativas e outros participantes da cadeia do agronegócio e, de outro, terceiros, inclusive financiamentos ou empréstimos, relacionados com a produção, a comercialização, o beneficiamento ou a industrialização de:</p> <p>I – produtos agropecuários; II – insumos agropecuários; ou III – máquinas e implementos utilizados na atividade agropecuária.</p>

Justificativa: Considerando que, por exemplo, distribuidores fazem parte da cadeia do agronegócio e já emitiram dívidas que fazem parte do lastro de CRAs, a especificação de “outros participantes” na norma traria mais segurança à continuidade da atividade atual. Outrossim, entendemos que não faria sentido excluir parte significativa da cadeia do agronegócio da possibilidade de financiamento por meio de CRAs, tendo em vista os objetivos da criação desse instrumento.

Redação Original	Redação Proposta
<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 <i>in natura</i>.</p>	<p>§ 1º Por comercialização dos produtos e insumos agropecuários, referidos nos incisos I e II, entende-se a atividade de compra, venda, importação, exportação, intermediação, armazenagem e transporte de produtos <i>in natura</i> e insumos.</p>

Justificativa: Em acordo com a alteração do caput deste mesmo artigo, não se deve excluir os insumos da previsão de cobertura pelos CRAs. Esta alteração tem um aspecto específico de beneficiar produtores rurais que não são de grande porte e não acessam diretamente os fornecedores, passando necessariamente por terceiros comercializadores. Assim, aqueles que são do setor agropecuário podem acompanhar a demanda por crédito dos produtores.

Redação Original	Redação Proposta
<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>§ 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, suas cooperativas, ou outros participantes da cadeia do agronegócios; ou</p> <p>II – dívidas corporativas emitidas pelos terceiros referidos no caput, vinculadas a uma relação comercial existente entre o terceiro e produtores rurais, suas cooperativas ou outros participantes da cadeia do agronegócio.</p>

Justificativa: Alteração reflexa das alterações deste artigo 3º

Redação Original	Redação Proposta
<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>§ 6º Os recursos recebidos por terceiros com a emissão da dívida utilizada como lastro de CRA devem ser destinados diretamente ou indiretamente a produtores rurais, para fins de comprovação da vinculação referida no caput e no § 4º, inciso II.</p>

Justificativa: Considerando as alterações anteriores, é necessário especificar que os recursos da dívida podem ser destinados a outros participantes da cadeia do agronegócio, desde que esse esteja utilizando esses recursos para financiar uma atividade cujo fim seja o financiamento de um produtor rural.

Redação Original	Redação Proposta
<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>	<p>§ 7º A destinação dos recursos referida no § 6º deve ser comprovada por meio de documento vigente entre o terceiro e o produtor rural, em montantes e prazos finais compatíveis com os da emissão do certificado, e verificada trimestralmente pelo agente fiduciário.</p>

Justificativa: É importante não exigir um contrato entre todos os participantes da cadeia do agronegócio, considerando que não é prática vigente. Logo, esta alteração estipula que outros documentos acordados entre as partes podem ser válidos para aferição da regularidade dos montantes e dos prazos finais. Tais documentos incluem títulos de dívida, como notas promissórias comerciais.

Artigo 6º:

Sugerimos a(s) seguinte(s) alteração(ões) e/ou inclusão(ões):

Redação Original	Redação Proposta
<p>Art. 6º A denominação do certificado deve possuir o número da emissão, seguido do nome da emissora e:</p> <p>I – da identificação do devedor, no caso de o CRA estar vinculado a um único devedor ou devedores sob controle comum;</p> <p>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</p> <p>III – da expressão “diversificado”, nas demais hipóteses.</p>	<p>Art. 6º A denominação do certificado deve possuir, nesta ordem:</p> <p>I – o número da emissão</p> <p>II – o nome da emissora</p> <p>III – a identificação do devedor, no caso de o CRA estar vinculado a um único devedor ou devedores sob controle comum, ou a expressão “diversificado”, em caso de devedor de controle diverso;</p> <p>IV – a 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 a expressão “diversificado”, em caso de cedente de controle diverso.</p>

Justificativa: Sugere-se uma maior especificidade sobre a denominação do CRA, deixando mais claro o risco incorrido ao investidor.

Artigo 10:

Sugerimos a(s) seguinte(s) alteração(ões) e/ou inclusão(ões):

Redação Original	Redação Proposta
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;	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 e custos de sucumbência;

Justificativa: Pede-se a supressão da exigência de ganho de causa para imputar o custo dos honorários no patrimônio separado, já que não é parte do escopo da operação de securitização fazer com que a securitizadora arque com uma decisão judicial desfavorável. Tal previsão estaria em desacordo com a lógica de patrimônio separado em cada emissão. Além disso, não é possível afirmar que o patrimônio líquido isolado da securitizadora seja suficiente para arcar com os custos processuais.

CAPÍTULO III – OFERTA

Artigo 12:

Sugerimos a(s) seguinte(s) alteração(ões) e/ou inclusão(ões):

Redação Original	Redação Proposta
<p>Art. 12. Os CRA ofertados a investidores que não sejam considerados qualificados 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>a) companhia aberta; ou</p>	<p>Art. 12. Os CRA ofertados a investidores que não sejam considerados qualificados nos termos da regulamentação específica, devem:</p> <p>I – ser constituídos por créditos considerados como performados no momento da cessão ou subscrição pela companhia securitizadora;</p> <p>II – ser constituídos por direitos creditórios cedidos por um único cedente ou cedentes sob controle comum.</p>

<p>b) instituição financeira ou equiparada.</p> <p>V – ser constituídos por direitos creditórios cedidos por um único cedente ou cedentes sob controle comum.</p>	
---	--

Justificativa: Este artigo provocou diversas dúvidas durante as discussões da Minuta. A começar pelo inciso I e a expressão “substancial” para se referir a uma quantidade especificada de forma qualitativa apenas. Acreditamos que a referência às normas contábeis não ajuda, pois essas têm foco nas informações prestadas aos agentes e não na restrição de práticas ou redução de riscos. De forma semelhante, não ficou claro para nós como calcular o limite de 20% do inciso IV.

Considerando, por outro lado, que estes pontos têm grande relevância e se inserem nas discussões sobre retenção de riscos de crédito em processos de securitização conhecidas como manutenção de um “*skin in the game*”, propomos que seja feito um destaque e discussão em separado dos incisos I, II e IV, garantindo ainda que qualquer normatização sobre o assunto seja aplicada, no que couber, a outras formas de securitização.

Acreditamos, por fim, que as demais exigências do artigo, da norma e de outras regras da Comissão, como a Instrução CVM nº 539, de 13/11/2013, são suficientes para oferecer um grau de proteção adequado a investidores não qualificados enquanto o tema é discutido separadamente.

Redação Original	Redação Proposta
§ 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.	[remoção]

Justificativa: Alteração reflexa da nova redação deste artigo 12.

Redação Original	Redação Proposta
§ 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.	[remoção]

Justificativa: Alteração reflexa da nova redação deste artigo 12.

CAPÍTULO IV – PRESTADORES DE SERVIÇOS

Artigo 15:

Sugerimos a(s) seguinte(s) alteração(ões) e/ou inclusão(ões):

Redação Original	Redação Proposta
§ 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.	§ 4º A companhia securitizadora, no âmbito do seu dever de diligência, deve empregar seus melhores esforços para se certificar 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.

Justificativa: Entendemos que não há como responsabilizar a companhia securitizadora por toda a integridade e existência dos créditos, em especial considerando que o cedente é o agente detentor de todos os créditos. Logo, coloca-se a securitizadora sob uma redação mais adequada, de acordo com as outras previsões desta norma, como a previsão de devida diligência.

Redação Original	Redação Proposta
<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>§ 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, nos termos do Art.19 desta instrução.</p>

Justificativa: A redação proposta para este parágrafo, com referência ao art. 19, dá-se pela necessidade de se alterar os §§ 5º e 6º deste art. 15. Isso porque, originalmente, eles previam que, na hipótese de insuficiência do patrimônio separado para exigir a cobrança judicial e extrajudicial dos créditos inadimplidos, seria necessário o uso de patrimônio próprio. Isso inviabilizaria a atividade de securitização com os padrões atuais, deixando-as, de fato, somente mais caras.

Redação Original	Redação Proposta
<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>	

Justificativa: Alteração reflexa da nova redação do § 5º e do Art.19.

Artigo 17:

Sugerimos a(s) seguinte(s) alteração(ões) e/ou inclusão(ões):

Redação Original	Redação Proposta
Art. 17. É vedado ao agente fiduciário ou partes a ele relacionadas atuar como custodiante ou prestar quaisquer outros serviços para a emissão, incluindo aqueles dispostos no caput do art. 15, devendo a sua participação estar limitada às atividades diretamente relacionadas à sua função.	[remoção]

Justificativa: Apesar da natureza diversa das atividades de agente fiduciário e custodiante, isso não impede que ambas sejam exercidas por empresas relacionadas entre si. Tudo depende da maneira que as atividades são segregadas entre os agentes, como acontece atualmente. A alteração dessa estrutura pode causar mais custos desnecessários, tornando o próprio produto menos atrativo, sem que haja vantagem clara nessa restrição.

Novo Artigo:

Sugerimos a(s) seguinte(s) alteração(ões) e/ou inclusão(ões):

Redação Original	Redação Proposta
[inclusão]	<p>Art. 17. A companhia securitizadora pode atuar na distribuição dos Certificados de Recebíveis do Agronegócio de que seja emissora, desde que:</p> <p>I – observe as seguintes normas específicas da CVM:</p> <p>a) normas de cadastro de clientes, de conduta e de pagamento e recebimento de valores aplicáveis à intermediação de operações realizadas com valores mobiliários;</p> <p>b) normas que dispõem sobre o dever de verificação da adequação dos produtos, serviços e operações ao perfil do cliente;</p> <p>c) normas que dispõem sobre a identificação, o cadastro, o registro, as operações, a comunicação, os limites e a responsabilidade administrativa referentes aos crimes de “lavagem” ou ocultação de bens, direitos e valores; e</p> <p>d) normas que dispõem sobre a troca de informações entre os prestadores de serviço relacionados a Certificados de Recebíveis do Agronegócio; e</p> <p>II – indique um diretor responsável pelo cumprimento das normas de que trata o inciso I e, de maneira geral, pela atividade de distribuição de Certificados de Recebíveis do Agronegócio.</p>

	<p>III – trate-se de oferta para captação de importância não superior a R\$ 30.000.000,00 (trinta milhões de Reais)</p>
--	---

Justificativa: Propomos que a atividade de distribuição de CRAs possa ser exercida pela própria securitizadora, conquanto alguns critérios sejam seguidos, e no limite de R\$ 30.000.000,00, em analogia à Instrução CVM nº 414/04.

Artigo 19:

Sugerimos a(s) seguinte(s) alteração(ões) e/ou inclusão(ões):

Redação Original	Redação Proposta
<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 casos de insuficiência dos ativos que compõem o patrimônio separado, cabe ao agente fiduciário e/ou à companhia securitizadora, convocar assembleia geral dos titulares para deliberar sobre a administração ou liquidação do patrimônio separado.</p>

Justificativa: Sugere-se estabelecer que a companhia securitizadora deve agir concomitantemente com o agente fiduciário ao convocar a assembleia geral no caso específico de insuficiência dos ativos por se julgar necessário, em acordo com as alterações dos parágrafos subsequentes, da necessidade de se prever o leilão dos ativos e uma possível liquidação da operação e traz mais segurança ao investidor ao incumbir a ambos participantes a obrigação de se chamar a Assembleia Geral.

Redação Original	Redação Proposta
<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>§1º Na hipótese deste artigo, nos termos do caput, estabelecer-se-ão as seguintes hipóteses de tratamento:</p> <p>I – realização de aporte, por parte dos investidores, dos recursos necessários à continuidade do patrimônio separado, de acordo com o estabelecido no termo de securitização;</p> <p>II – deliberação acerca da restituição em pagamento dos valores integrantes do patrimônio separado, proporcionalmente à participação detida por cada investidor, caso não se realize aporte referido no inciso I, independentemente da razão;</p> <p>III – leilão dos ativos componentes do patrimônio separado, com restituição proporcional a cada participação detida por cada investidor, considerando-se como quitado o valor devido aos investidores dos CRA, caso não se realize as ações previstas nos incisos I e II.</p>

Justificativa: Nessa sugestão de alteração, estabelecem-se uma série de alternativas em caso de insuficiência dos recursos do patrimônio separado. A previsibilidade de ações aqui propostas dá maior proteção ao investidor, ao se regular as melhores práticas para se reestabelecer os recursos. Também, assume a posição dos últimos parágrafos do Art. 15 ao dar maior previsibilidade.

Redação Original	Redação Proposta
[inclusão]	§2º No caso do inciso I do §1º, os investidores que realizarem o aporte para a continuidade do patrimônio separado terão preferência para o recebimento dos respectivos recursos, na proporção do aporte realizado.

Justificativa: Haja vista a possibilidade de somente parte dos investidores estarem dispostos a aportarem capital em caso de realização do inciso I do parágrafo anterior, deve-se garantir a eles preferência para recebimento dos recursos residuais, independentemente do momento em que isso se dê.

CAPÍTULO VII – DISPOSIÇÕES FINAIS E TRANSITÓRIAS

Artigo 32:

Sugerimos a(s) seguinte(s) alteração(ões) e/ou inclusão(ões):

Redação Original	Redação Proposta
<p>Art. 32. Fica acrescentado o art. 25-A à Instrução CVM nº 480, de 2009, com a seguinte redação:</p> <p>“Art. 25-A Para efeitos desta Instrução, em se tratando de companhia securitizadora, cada patrimônio separado é considerado uma entidade que reporta informação para fins de elaboração das suas demonstrações financeiras, as quais devem ser:</p> <p>I – elaboradas de acordo com as práticas contábeis aplicáveis às companhias abertas;</p> <p>II – auditadas por auditores independentes registrados na CVM; e</p> <p>III – entregues à CVM, por meio de sistema disponível em sua página na rede mundial de computadores, na data em que forem colocadas à disposição do público, o que não deve ultrapassar 3 (três) meses do encerramento do exercício social.</p>	<p>Art. 32. Fica acrescentado o art. 25-A à Instrução CVM nº 480, de 2009, com a seguinte redação:</p> <p>“Art. 25-A Para efeitos desta Instrução, em se tratando de companhia securitizadora, cada patrimônio separado é considerado uma entidade que reporta informação, as quais devem ser:</p> <p>I – elaboradas de acordo com as práticas contábeis aplicáveis às companhias abertas;</p> <p>II – auditadas por auditores independentes registrados na CVM; e</p> <p>III – entregues à CVM, por meio de sistema disponível em sua página na rede mundial de computadores, na data em que forem colocadas à disposição do público, o que não deve ultrapassar 3 (três) meses do encerramento do exercício social.</p>

Justificativa: Alteração reflexa da inclusão do §3º

Redação Original	Redação Proposta
[inclusão]	§ 3º O reporte a que se refere o caput pode ser realizado, alternativamente, por meio de notas explicativas às demonstrações financeiras da securitizadora, conquanto não haja perda informacional e seja seguido o disposto na presente norma.

Justificativa: Como pode ser impossível em algumas situações elaborar demonstrações financeiras completas para todo CRA, inclusive pelo custo oneroso que isso geraria para o produto em si, sugere-se uma simplificação para que seja possível o maior alcance do produto. Isso, sem que haja perda nas informações disponíveis. Também, é exigido que o nível de transparência e abertura da informação disponibilizada – as demonstrações financeiras do patrimônio consolidado – seja suficiente para que o investidor tenha todas as informações necessárias para sua decisão de investimento.

Artigo 36:

Sugerimos a(s) seguinte(s) alteração(ões) e/ou inclusão(ões):

Redação Original	Redação Proposta
[inclusão]	<p>Parágrafo único. Os CRA que já tenham obtido registro na data da publicação da presente Instrução devem se adaptar ao disposto nesta Instrução:</p> <p>I – até 12 (doze) meses após a data sua publicação; ou</p> <p>II – imediatamente, caso sejam objeto de oferta pública após a data de publicação da presente Instrução.</p>

Justificativa: Alinhamento com o disposto na Instrução CVM nº 578/16 sobre a aplicabilidade desta nova Instrução a CRAs já existentes.