

Cascione, Pulino, Boulos & Santos

ADVOGADOS

São Paulo, 14 de julho de 2017.

À

Superintendência de Desenvolvimento de Mercado

Rua Sete de Setembro, nº 111, 23º andar

20050-901 – Rio de Janeiro – RJ

Aos cuidados de: Antônio Carlos Berwanger e Leonardo P. Gomes Pereira

E-mail: audpublicaSDM0117@cvm.gov.br

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

Prezados Senhores,

1. **Cascione, Pulino, Boulos & Santos Advogados**, sociedade de advogados com escritório na Avenida Brigadeiro Faria Lima, nº 4.440, 14º andar, CEP 04538-132, na cidade de São Paulo, estado de São Paulo, inscrito no Cadastro Nacional da Pessoa Jurídica do Ministério da Fazenda sob o nº 10.844.817/0001-08 (“Cascione Pulino Advogados”) vem, por meio do presente, nos termos do item 3 do Edital de Audiência Pública SDM nº 01/17 (“Edital”), apresentar seus comentários e sugestões com relação ao Edital.

2. O Edital tem como escopo propor ao mercado uma minuta de instrução que visa tratar o regime dos certificados de recebíveis do agronegócio (“CRA”) objeto de oferta pública de distribuição (“Minuta”). Por meio da Minuta, além da criação de uma regulamentação específica sobre os CRA, são propostas alterações à (i) Instrução da Comissão de Valores Mobiliários (“CVM”) nº 400, de 29 de dezembro de 2003; (ii) Instrução da CVM nº 414, de 30 de dezembro de 2004 (“Instrução CVM nº 414/04”); (iii) Instrução da CVM nº 476, de 16 de janeiro d/e 2009; (iv) Instrução da CVM nº 480, de 07 de dezembro de 2009 (“Instrução CVM nº 480/09”); e (v) Instrução CVM nº 583, de 20 de dezembro de 2016.

3. **Cascione Pulino Advogados** possui reconhecida experiência na assessoria a companhias abertas e fechadas, incluindo securitizadoras e emissores de valores mobiliários perante a CVM, mercados de bolsa e de balcão e entidades de autorregulação, bem como atuando em operações de naturezas diversas nos mercados financeiro e de

Cascione, Pulino, Boulos & Santos

ADVOGADOS

capitais, nacional e internacional, incluindo, dentre outros casos, emissões de certificados de recebíveis imobiliários e do agronegócio.

4. Isso posto, **Cascione Pulino Advogados** vem, por meio deste memorando, apresentar suas considerações com relação ao Edital, nos termos abaixo.

Direitos Creditórios vinculados ao CRA

5. A Minuta ratificou o conceito de lastro dos CRA, conforme já definido no artigo 3º da lei nº 11.076, de 30 de dezembro de 2004 e no artigo 165 da instrução normativa da Receita Federal do Brasil nº 971, de 13 de novembro de 2009 (“IN nº 971/09”).

6. De acordo com o artigo 3º da Minuta, 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, comercialização, beneficiamento ou a industrialização de produtos e/ou insumos agropecuários ou máquinas e/ou implementos utilizados na atividade agropecuária.

7. De acordo com o § 1º do artigo 3º da Minuta, o termo comercialização deve ser entendido como a atividade de compra, venda, importação, exportação, intermediação, armazenagem e transporte de produtos *in natura*.

8. Foi importada pela CVM à Minuta a definição de produto agropecuário *in natura* constante da IN nº 971/09, ou seja, aquele de origem animal ou vegetal, que não sofre processo de beneficiamento ou industrialização, exceto se: (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 os processos de lavagem, limpeza, descaroçamento, pilagem, descascamento, debulhação, secagem, socagem e lenhamento; ou (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, resfriamento, fermentação, embalagem, carvoejamento, cozimento, destilação, moagem, torrefação, cristalização ou fundição, entre outros.

Cascione, Pulino, Boulos & Santos

ADVOGADOS

9. Na Minuta equiparam-se ao produto agropecuário *in natura* os subprodutos ou resíduos que, mediante o beneficiamento ou industrialização rudimentar, surgem sob nova forma, tais como a casca, o farelo, a palha, o pelo e o caroço, dentre outros.

10. Apesar do rol dos subprodutos ou resíduos equiparados ao produto agropecuário *in natura* ser exemplificativo, entendemos ser relevante a inclusão da possibilidade expressa de o bagaço ser equiparado ao produto agropecuário *in natura*, na medida em que este é um importante resíduo da indústria sucroalcooleira.

11. Adicionalmente, nos termos do artigo 3º da Minuta, os créditos do agronegócio lastro dos CRA devem ser constituídos por (i) direitos creditórios que tenham como devedores ou cedentes pessoas físicas ou jurídicas caracterizadas como produtores rurais ou suas cooperativas; ou (ii) dívidas corporativas emitidas por terceiros, vinculadas a uma relação comercial existente entre o terceiro e produtores rurais ou suas cooperativas.

12. A Minuta prevê a comprovação do vínculo mediante apresentação de contrato. Entendemos que esta comprovação pode se dar não só por contrato escrito, mas também por meio de outros documentos que representem o contrato e a respectiva relação comercial entre o terceiro e o produtor rural, tais como ordens de compra, pedidos e notas fiscais.

13. Dessa forma, sugere-se a realização das seguintes alterações na Minuta, identificadas em marcas de revisão para facilitar a análise por esta D. CVM:

§ 7 A destinação dos recursos referida no §6º deve ser comprovada por meio de contrato vigente entre o terceiro e o produtor rural, ou por meio de documento que represente o contrato e/ou a respectiva relação comercial relacionada ao agronegócio, tais como, mas não se limitado a ordens de compra, pedidos e notas fiscais, em montantes e prazos compatíveis com os da emissão do certificado e verificada trimestralmente pelo agente fiduciário.”.

Revolvência

14. Em consonância com o Ofício Circular nº 01/2017/CVM/SRE, a Minuta permite a revolvência nas situações em que o ciclo de plantação, desenvolvimento, colheita e comercialização dos produtos agropecuários vinculados ao CRA não permita

Cascione, Pulino, Boulos & Santos

ADVOGADOS

que, na sua emissão, sejam vinculados direitos creditórios com prazos compatíveis ao seu vencimento.

15. De acordo com a Minuta, os recursos referidos acima, 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.

16. Adicionalmente, o termo de securitização deve estabelecer prazo máximo entre o efetivo recebimento dos recursos e a nova aquisição de direitos creditórios pela securitizadora.

17. Contudo, entendemos que em operações em que for permitida a revolvência, a securitizadora, dado que a CVM já se manifestou de forma positiva ao desenquadramento do lastro conforme período máximo a ser previsto no termo de securitização, também poderá se valer do mesmo prazo (que teria para a aquisição de novos direitos creditórios) para a conclusão da alocação dos recursos captados com a emissão dos CRA na aquisição dos direitos creditórios que os lastreiam, desde que respeitados os critérios de elegibilidade a serem previstos no termo de securitização. Essa faculdade visa facilitar o operacional de aquisição de direitos creditórios de operações com lastro muito pulverizado, ratificando um entendimento do mercado e beneficiando os produtores rurais de menor expressão.

18. Dessa forma, sugere-se a realização das seguintes alterações na Minuta, identificadas em marcas de revisão para facilitar a análise por esta D. CVM:

“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.

§ 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 dos CRA.

Cascione, Pulino, Boulos & Santos

ADVOGADOS

§ 2º Para fins desta Instrução, em operações em que for permitida a revolvência, a securitizadora também poderá se valer do mesmo prazo indicado no parágrafo 3º abaixo para a conclusão da alocação dos recursos captados com a emissão dos CRA à aquisição de direitos creditórios a serem vinculados aos CRA, desde que expressamente previsto no termo de securitização tal possibilidade.

§ ~~2º~~3º 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 e/ou do § 2º~~, conforme o caso.

§ ~~3º~~4º Os ~~novos~~ direitos creditórios adquiridos na forma prevista no **caput e no § 2º** devem atender aos critérios de elegibilidade previamente estabelecidos no termo de securitização.

§ ~~4º~~5º O montante total dos direitos creditórios vinculados ao CRA deve ser compatível com o pagamento da remuneração e amortização previstas para a emissão, respeitado o estabelecido no § 2º.

§ ~~5º~~6º Os recursos referidos no **caput e no § 2º**, 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.

§ ~~6º~~7º A parcela de recursos oriundos do pagamento dos respectivos direitos creditórios do agronegócio não utilizada, dentro do prazo máximo a que se refere o § ~~2º~~3º deste artigo, na aquisição de ~~novos~~ direitos creditórios do agronegócio, deve ser imediatamente utilizada na amortização ou no resgate dos CRA.

§ ~~7º~~8º O agente fiduciário deve verificar o adequado atendimento, pela emissora, dos critérios de elegibilidade estabelecidos no termo de securitização, conforme disposto no **caput e no § 4º**.

Cascione, Pulino, Boulos & Santos

ADVOGADOS

§ ~~8º9º~~ O termo de securitização deve indicar os procedimentos a serem adotados pelo agente fiduciário em caso de não atendimento da obrigação prevista no § ~~6º7º~~.

§ ~~9º10º~~ A companhia securitizadora deve aditar o termo de securitização de forma a vincular os ~~novos~~ direitos creditórios do agronegócio adquiridos à emissão nos termos do § 1º e do § 2º.

Substituição dos direitos creditórios

19. A Minuta prevê que a substituição dos direitos creditórios que servem de lastro aos CRA somente pode ocorrer nos casos de vícios na cessão que possam vir a afetar a sua cobrança, incluindo, por exemplo, falhas na formalização desses direitos.

20. Contudo, entendemos que as hipóteses de substituição dos direitos creditórios deveriam ser previstas livremente no termo de securitização, de modo a se adequar às condições de cada operação.

21. Um exemplo relevante seria a hipótese de substituição dos direitos creditórios no caso de inadimplemento reiterado dos devedores dos direitos creditórios, em caso de CRA com lastro em direitos creditórios pulverizados.

22. Dessa forma, sugere-se a realização das seguintes alterações na Minuta, identificadas em marcas de revisão para facilitar a análise por esta D. CVM:

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

(...)

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

(...)

Cascione, Pulino, Boulos & Santos

ADVOGADOS

*Parágrafo único. A substituição referida no inciso IV do **caput** ~~somente~~ pode ocorrer nos casos de vícios na cessão que possam vir a afetar a cobrança dos direitos creditórios, incluindo, por exemplo, falhas na formalização desses direitos ou em outras hipóteses a serem previstas no termo de securitização, incluindo, por exemplo, a substituição de direitos creditórios inadimplentes por novos direitos creditórios que atendam aos critérios de elegibilidade previstos no termo de securitização”.*

Oferta de CRA a investidores não qualificados

23. A Minuta prevê que os CRA ofertados a investidores não qualificados devem:

- i. Contar com retenção substancial de riscos e benefícios do cedente ou de terceiros, salvo se o CRA estiver vinculado a dívida de responsabilidade de um único devedor ou devedores sob controle comum;
- ii. Assegurar a manutenção da retenção de riscos durante todo o prazo de vigência do CRA;
- iii. Ser constituídos por créditos considerados como performados no momento da cessão ou subscrição pela companhia securitizadora;
- iv. Possuir devedores ou coobrigados com exposição máxima de 20% (vinte por cento) do total emitido, salvo se o devedor ou coobrigado for companhia aberta ou instituição financeira ou equiparada; e
- v. Ser constituídos por direitos creditórios cedidos por um único cedente ou cedentes sob controle comum.

24. Apesar de concordarmos com a necessidade da criação de mecanismos de proteção ao investidor não qualificado, a proposta apresentada é muito restritiva, de forma que entendemos ser mais adequada a atenuação de alguns dos requisitos mencionados acima.

25. Visa-se, portanto, deixar o mercado de CRA mais acessível também aos investidores não qualificados.

26. Dito isso, seria possível a substituição dos itens (i), (ii) e (v) caso os devedores ou coobrigados da operação sejam empresas com grande exposição ao mercado.

Cascione, Pulino, Boulos & Santos

ADVOGADOS

27. Adicionalmente, sugerimos também que seja facultado no item III a constituição por créditos performados no momento da cessão ou não performados desde que o devedor seja companhia aberta ou instituição financeira ou equiparada.

28. As sugestões propostas nos itens 27 e 28 acima são alternativas que parecem atender o mercado agro de forma suficiente a fomentar o mercado para investidores não qualificados de forma segura.

29. Também entendemos que o item V do artigo 12 é excessivamente limitador e injustificado e sugerimos sua exclusão da Minuta.

30. Dessa forma, sugere-se a realização das seguintes alterações à Minuta, identificadas em marcas de revisão para facilitar a análise por esta D. CVM:

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

I – contar com retenção substancial de riscos e benefícios do cedente ou de terceiros, conforme definição 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;

II – assegurar a manutenção da retenção de riscos referida no inciso I do caput durante todo o prazo de vigência do certificado;

III – ser constituídos por créditos considerados como performados no momento da cessão ou subscrição pela companhia securitizadora ou créditos não performados, desde que o devedor atenda aos requisitos dos subitens “a” e “b” do item “IV” abaixo; e

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

a) companhia aberta; ou

b) instituição financeira ou equiparada.

~~V ser constituídos por direitos creditórios cedidos por um único cedente ou cedentes sob controle comum.~~

(...)

§ 7º Ficam dispensados do atendimento aos itens I a IV acima os CRA ofertados a investidores não qualificados cujos direitos creditórios que os lastreiam sejam devidos por emissores com grande exposição ao mercado ou contenham coobrigação de empresas com grande exposição ao mercado, conforme definido em regulamentação específica.”.

Obrigações da securitizadora

31. O artigo 15 da Minuta enumera um rol de obrigações e responsabilidades da securitizadora, dentre elas destaca-se a obrigação de a securitizadora arcar com a cobrança dos direitos creditórios do agronegócio, caso os recursos do patrimônio separado sejam insuficientes.

32. Contudo, entende-se que a responsabilização da securitizadora pelo pagamento das despesas com a cobrança dos direitos creditórios, no caso de insuficiência de recursos do patrimônio separado, aumenta de forma significativa os riscos da operação à securitizadora.

33. O aumento dos riscos atribuídos à securitizadora ocasiona o incremento dos seus custos com relação à operação, já que esta teria que se blindar com mecanismos jurídicos e financeiros para fazer frente a tais despesas.

34. Adicionalmente, o artigo 76 da Medida Provisória nº 2.158-35, de 24 de agosto de 2001 (“MP nº 2.158”) prevê, de forma taxativa, as hipóteses em que o patrimônio da securitizadora pode ser atingido em decorrência de débitos relacionados a operações que contam com patrimônio de afetação, quais sejam, no caso de existência de débitos de natureza fiscal, previdenciária ou trabalhista, em especial quanto às garantias e aos privilégios que lhes são atribuídos.

35. Desse modo, a possibilidade de responsabilização da securitizadora pela cobrança dos direitos creditórios no caso de insuficiência do patrimônio separado vai de

encontro com rol disposto na MP nº 2.158 e poderia, inclusive, gerar insegurança jurídica ao patrimônio separado, vez que o patrimônio da securitizadora poderia passar a ser confundido com o patrimônio separado dos CRA.

36. Uma alternativa à atribuição do pagamento das despesas de cobrança dos direitos creditórios à securitizadora, na hipótese de os recursos do patrimônio separado serem insuficientes, seria a inclusão de obrigação de a securitizadora convocar uma assembleia geral dos titulares de CRA para deliberação sobre eventual pagamento direto pelos seus titulares, o qual seria vinculado à cobrança dos direitos creditórios

37. Caso os titulares de CRA deliberem pela não realização do pagamento mencionado acima, deve ser deliberada, na mesma assembleia geral a (a) liquidação do patrimônio separado com dação em pagamento dos direitos creditórios aos titulares de CRA; ou (b) realização de leilão do patrimônio separado e seus respectivos direitos creditórios para a liquidação dos CRA.

38. Os titulares de CRA teriam a prerrogativa de deliberar livremente sobre o valor e o prazo dos investimentos a serem realizados por cada titular, sendo facultado aos titulares, inclusive, prever a não equivalência dos valores aportados por cada titular.

39. Dessa forma, sugere-se a realização das seguintes alterações na Minuta, identificadas em marcas de revisão para facilitar a análise por esta D. CVM:

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

(...)

§ 6º Caso os recursos do patrimônio separado sejam insuficientes para arcar com a cobrança referida no § 5º, a companhia securitizadora deve convocar assembleia geral dos titulares dos CRA para a deliberação sobre eventual pagamento direto pelos titulares de CRA, o qual seria vinculado à cobrança dos direitos creditórios, ou, caso os titulares de CRA deliberem pelo não pagamento de tais despesas, a deliberação pela (a) liquidação do patrimônio separado com dação em pagamento dos direitos creditórios aos titulares de CRA; ou (b) realização de leilão do patrimônio separado e seus respectivos direitos

Cascione, Pulino, Boulos & Santos

ADVOGADOS

~~*creditórios para a liquidação dos CRA 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.*~~

Considerações finais

40. Congratulamos a CVM pela iniciativa da proposição da Minuta por meio do Audiência Pública SDM nº 01/17, na medida em que entendemos que uma regulamentação específica ao regime dos CRA trará maior segurança às operações de emissão de CRA e ao mercado como um todo.

41. Nesse mesmo sentido, não obstante, ressaltamos a necessidade de criação de uma regulamentação específica às companhias securitizadoras, regidas, atualmente, pela Instrução CVM nº 480/09.

Permanecemos à disposição para quaisquer esclarecimentos necessários.

Cascione, Pulino, Boulos & Santos Advogados