

# NAVARRO

ADVOGADOS

RUA JOAQUIM FLORIANO 100 18º ANDAR  
SÃO PAULO SP CEP 04534 006 BRASIL  
55 11 3511 8900  
NAVARRO.ADV.BR

ESCRITÓRIOS ASSOCIADOS:  
ANTÔNIO FRUTUOSO E ASSOCIADOS | LISBOA – PORTUGAL  
PIQUET LAW FIRM P.A. | MIAMI/FL – EUA

ALEXANDRE TADEU NAVARRO PEREIRA GONÇALVES	DANIELA HARARI MONACO	FERNANDA BOLGHERONI	LETÍCIA APARECIDA OLIVEIRA SANTOS
ELVIS CAMARGO SILVA DE BRONG MATTAR	JULIANA RAMALHO LOUSAS CESARINI	NATÁLIA CONCILIO	NATHÁLIA DE FREITAS BOZZOLA
THIAGO D'AUREA CIOFFI SANTORO BIAZOTTI	KATIA DIAS PRINHOLATO	BRUNA LAÍS REIS SOUSA TOURINHO	MAYARA BANCIELA DE ALMEIDA
RENATO VILELA FARIA	RENATO PAU FERRO DA SILVA	NATÁLIA GIORGETTI MARTINEZ GALLERA	PÂMELA GABRIELI VALÓSIO MENDES
RICARDO PEAKE BRAGA	LARISSA YURI SCABIN	RAVEL TAMBUIQUE CARVALHO	RAFAEL ADRIANO DA ROCHA
FABIANO MARCOS DA SILVA	JULIANA JANET YATIM	ISABELLA LÚCIA POIDOMANI	VERÔNICA BOCKMANN GALVÃO SILVA
FLAVIA BUENO GONÇALVES	ALINE CICALISE SILBERSCHMIDT	KAREN VASSERMAN	LAÍS AZEVEDO BARRETO MARQUES
MARCELO TEIXEIRA MENNITI	PRISCILA FIORATTI	YURI CAMELO RIBEIRO	JÚLIA RINALDI PÉRICO
JULIANA RUBINIAK DE ARAÚJO	PRISCILA SCISCI SCOLA	BEATRIZ PINHO ANDRIOLLI	JOAQUIM ALVES RODRIGUES PINTO
NATÁLIA NERY NICOLAU	THAIZ OLIVEIRA SILVA	GABRIELLA EL KHOURI	RENATA MARIANO ARIOZI

São Paulo, 14 de julho de 2017.

À

## CVM - COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Superintendência de Desenvolvimento de Mercado

Rua Sete de Setembro, n° 111 - 23° andar

Centro - Rio de Janeiro - RJ – 20050-901

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

**Ref.: Comentários à minuta de instrução proposta na Audiência Pública SDM n.º 01/2017, que dispõe sobre a oferta pública de distribuição de Certificado de Recebíveis do Agronegócio – CRA.**

Prezados Senhores,

A **NAVARRO ADVOGADOS**, pessoa jurídica de direito privado, com sede na Capital do Estado de São Paulo, na Rua Joaquim Floriano, n.º 100, 18º andar, em atenção à Audiência Pública SDM n.º 01/17 (“Audiência Pública”), divulgada em 15 de maio de 2017 e aberta para manifestação à minuta de instrução proposta para regulamentação das ofertas públicas de distribuição de Certificados de Recebíveis do Agronegócio (“Minuta de Instrução”), vem pela presente,

DOCS 1346394v3

apresentar os comentários e sugestões à referida minuta, notadamente com relação aos aspectos destacados no Edital da Audiência Pública em questão.

Solicita-se que eventuais e futuras comunicações decorrentes da presente sejam encaminhadas ao seguinte endereço:

**NAVARRO ADVOGADOS**

At. Elvis Mattar/Marcelo Menniti

Rua Joaquim Floriano, 100, 18º andar

CEP 04534-000 São Paulo - SP

Telefone: 55(11) 3511-9900 e 3511-9914

Fax: 55(11) 3511-9910

e-mail: [elvis.mattar@navarro.adv.br](mailto:elvis.mattar@navarro.adv.br) / [marcelo.menniti@navarro.adv.br](mailto:marcelo.menniti@navarro.adv.br)

site: [www.navarro.adv.br](http://www.navarro.adv.br)

Atenciosamente,



NAVARRO ADVOGADOS

Elvis Mattar /Marcelo Menniti

Comentários à Audiência Pública SDM nº 01/2017

1. Comentários

1.1. Lastro (art. 3, § 4º)

O artigo 3º da minuta da audiência pública trouxe a definição de quais lastros podem originar os CRA, e mais adiante, em seu § 4º, estabelece que os direitos creditórios 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 pelos terceiros referidos no “caput” do art. 3º, vinculadas a uma relação comercial existente entre o terceiro e produtores rurais ou suas cooperativas.

Entendemos que a redação do inciso II, que trata da constituição de direitos creditórios do agronegócio por dívidas corporativas emitidas por terceiros, não deixa claro a possibilidade de emissão de CRA com lastro em créditos originados por empresas que não estão diretamente ligadas à produção rural, desde que tais operações ou os recursos originados por tais operações sejam utilizados na cadeia do agronegócio, fomentando o setor agroindustrial, tal como ocorreu com a operação realizada pela BK Brasil, que teve a aquiescência da D. Comissão.

Assim, de modo a dirimir qualquer dúvida, sugerimos a inclusão de um parágrafo único ao artigo 3º, com a seguinte redação:

“ Art. 3º [...]

§ 4º [...]

*parágrafo único. O CRA poderá ser vinculado a direitos creditórios de terceiros que não estejam diretamente ligados à produção rural, desde que os recursos obtidos por seu emissor sejam exclusivamente utilizados para o pagamento dos custos de aquisição de produtos agropecuários, conforme definidos nos §§ 1º e 3º, obtidos diretamente do produtor rural ou de suas cooperativas.*

## 1.2. Revolvência (art. 7)

Em seu artigo 7º, o edital oficializa a possibilidade da revolvência do lastro nas operações de CRA, desde que cumpridos os seguintes requisitos: (i) que o termo de securitização estabeleça o prazo máximo entre o efetivo recebimento dos recursos e a nova aquisição; (ii) que os novos direitos creditórios atendam aos critérios de elegibilidade previstos no termo de securitização; (iii) que haja compatibilidade entre o montante total dos direitos creditórios vinculados ao CRA e o pagamento da remuneração e amortização previstas para a emissão; (iv) que a parcela de recursos oriundos dos direitos creditórios não utilizada deve ser direcionada à aquisição de novos direitos creditórios do agronegócio, na amortização ou no resgate dos CRA; e (v) que o agente fiduciário verifique o atendimento de tais critérios de elegibilidade.

Contudo, entendemos que a obrigatoriedade de se estabelecer um prazo máximo entre o efetivo recebimento dos recursos e a nova aquisição de direitos creditórios, colide com a dinâmica muitas vezes instável do setor de agronegócio, que é totalmente dependente de safras e condições climáticas, o que dificultaria a definição de um prazo preciso.

Nesse sentido, sugerimos que o § 2º, do artigo 7º, que traz a previsão supracitada seja retirada da versão final da minuta, já que acreditamos

que a obrigatoriedade de se estabelecer, com clareza, os critérios de elegibilidade já é suficiente para garantir a segurança do investidor.

Nosso posicionamento é no sentido de que essa nova aquisição se dê de forma irrestrita dentre os direitos creditórios vinculáveis ao CRA, conforme definidos no artigo 3º, por isso reiteramos a necessidade de deixar essa previsão explícita na minuta, devendo o caput do artigo 7º vigorar com a seguinte redação:

*“Art. 7º É permitida a revolvência por direitos creditórios do agronegócio de qualquer natureza, 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.”*

### **1.3. Exigências para as ofertas públicas registradas direcionadas a investidores não qualificados (art. 12, I e II)**

#### **1.3.1. Retenção de riscos pelos originadores**

O artigo 12º da minuta proposta prevê o atendimento de alguns requisitos para as ofertas públicas voltadas ao público alvo composto por investidores não qualificados, são eles: (i) obrigatoriedade de retenção de riscos pelo cedente ou terceiros, exceto no caso de emissão vinculada a dívida de responsabilidade de um único devedor ou devedores sob controle comum; (ii) manutenção dessa retenção de riscos durante o prazo de vigência do certificado; e (iii) necessidade de os direitos creditórios do agronegócio estarem performados no momento da cessão.



5

No entanto, entendemos que a obrigatoriedade de retenção do risco pelo cedente pode inviabilizar o acesso desses investidores ao mercado, isso porque essa exigência pode afastar a pretensão do cedente de destinar as ofertas a investidores dessa natureza.

Além disso, a previsão destoa completamente da própria essência e finalidade da atividade de securitização, na qual, em princípio, há a mitigação da responsabilidade do originador perante os investidores.

Portanto, entendemos ser este o momento apropriado para se reavaliar a necessidade dessas exigências o que, a nosso ver, dificultaria o acesso dos investidores não qualificados as ofertas de CRA.

### **1.3.2. Proibição às empresas de capital fechado (art. 12, IV)**

O artigo 12º, IV, do edital proíbe as empresas de capital fechado de ter um nível de dívida ou coobrigação superior a 20% do valor total emitido.

Entendemos que essa imposição pode representar uma significativa e alarmante limitação, tendo em vista que o setor agropecuário é composto por uma quantidade considerável de empresas de capital fechado.

Como exemplo, é possível citar uma das maiores companhias de capital fechado do mundo, a gigante do agronegócio Cargill, que atua há pelo menos 100 anos no mercado, estando presente em mais de 130 municípios brasileiros.



Acreditamos que a restrição proposta no edital é prejudicial aos investidores não qualificados por limitar a atuação de empresas com grande potencial de investimento, como é o caso da Cargill.

Além disso, o setor do agronegócio possui empresas de capital fechado com níveis de transparência e governança tão robustas quanto os adotados nas empresas de capital aberto.

Assim sugerimos a seguinte redação:

*“Art. 12º [...]*

*IV – [...]*

- c) companhia fechada que conte com as seguintes práticas de governança:*  
*(i) proibição de emissão de partes beneficiárias e inexistência desses títulos em circulação; (ii) disponibilização para os titulares dos CRA de contratos com partes relacionadas, acordos de acionistas e programas de opções de aquisição de ações ou de outros títulos ou valores mobiliários de emissão da companhia;*  
*[...]”*

Desse modo, entendemos que a restrição proposta deve ser repensada, pois representa uma supressão valiosa às ofertas direcionadas aos investidores não qualificados.

#### **1.4. Prestadores de serviço (arts. 13 e 14)**

O edital apontou um possível conflito de interesses na cumulação de funções de agente fiduciário, custódia e demais serviços pelo mesmo prestador de serviços.

No entanto, entendemos que a obrigatoriedade proposta não se justifica, tendo em vista ser esse o modelo adotado na maioria das operações de valores mobiliários.

Além disso, a obrigatoriedade de contratações diversas representa um aumento considerável nos custos da operação que não se reflete em maior proteção ao investidor.

Portanto, entendemos ser este o momento apropriado para se reavaliar a necessidade de tal restrição, tendo em vista se tratar de uma prática que não representa qualquer risco aos investidores, tendo sido adotada e consolidada há muito tempo pelo mercado.

**1.5. Responsabilidade da companhia securitizadora (art. 15, “caput” e §§ 5º e 6º)**

A minuta estabelece a responsabilidade da securitizadora, pela cobrança dos direitos creditórios inadimplidos, seja judicial ou extrajudicialmente, incluindo a adoção de todos os procedimentos para a execução de garantia, ainda que o patrimônio separado não possua recursos suficientes para arcar com a cobrança.

No entanto, esse dever deve impactar negativamente as companhias securitizadoras, gerando um ônus injustificado e que não condiz com a prática de mercado.

Além disso, a tendência é que essa previsão represente um aumento no custo das emissões, pois o patrimônio separado deverá ser constituído com um maior provisionamento de despesas para cobertura de eventuais inadimplementos.



Isto posto, entendemos que essa previsão não deva prevalecer, por gerar uma insegurança às companhias securitizadoras e subverter uma das finalidades da securitização, que é justamente a criação de um patrimônio separado para suportar os riscos relacionados ao negócio.

## 2. Conclusão

Primeiramente é preciso reconhecer a importância do trabalho realizado pela D. Comissão ao propor uma instrução específica aos Certificados de Recebíveis Imobiliários – CRA, totalmente justificada pelo potencial e relevância desses títulos para o mercado.

Contudo, apesar do mérito da proposta, entendemos que a minuta possui algumas falhas que precisam ser corrigidas, caso contrário podem criar limitações indesejadas para o mercado de CRA.

Desse modo, tecemos alguns comentários e apresentamos algumas sugestões que entendemos mais apropriadas e consonantes com o setor do agronegócio e com as práticas do mercado de capitais.

Por fim, ficamos à disposição para colaborar da forma mais proveitosa aos interesses do mercado de capitais e pelos meios que forem entendidos adequados por V.Sas.

Atenciosamente,



NAVARRO ADVOGADOS

Elvis Mattar/Marcelo Menniti