

São Paulo, 14 de julho de 2017.

Excelentíssimo Sr.  
Antonio Carlos Berwanger

**SUPERINTENDÊNCIA DE DESENVOLVIMENTO DE MERCADO – SDM**  
Comissão de Valores Mobiliários

Ref.: Edital de Audiência Pública SDM nº 01/2017 – Regime dos Certificados de Recebíveis do Agronegócio objeto de oferta pública de distribuição.

Prezados Senhores:

Parabenizamos esta D. Comissão pela iniciativa da criação da base normativa para regular as emissões e oferta públicas dos Certificados de Recebíveis do Agronegócio. Entendemos que a futura instrução será essencial para o desenvolvimento do mercado de capitais e fomento das emissões atreladas ao agronegócio.

Ainda, agradecemos a oportunidade para nos manifestarmos sobre a minuta elaborada por essa D. Comissão com o objetivo de aprimorar e fornecer à V.Sas. uma visão das emissões e ofertas públicas de Certificados de Recebíveis do Agronegócio sob o espectro dos prestadores de serviço que atuam diariamente com todas as pontas desse tipo de operação.

Nesse sentido, apresentamos abaixo nossos comentários, elencados conforme a organização da minuta disponibilizada.

*CAPÍTULO II – CARACTERÍSTICAS GERAIS*

**Seção I – Definição, lastro e destinação dos recursos**

**Art. 3º**

Conforme art. 3º, §4º, inciso II, os direitos creditórios do agronegócio poderão ser constituídos por dívidas corporativas emitidas pelos terceiros, vinculadas a uma relação comercial existente entre o terceiro e produtores rurais ou suas cooperativas.

Nesse ponto, entendemos que a minuta vai além ao exigir que a destinação dos recursos seja comprovada por meio de contrato vigente, em montantes e prazos compatíveis com os da emissão. É bastante comum que as relações entre produtores rurais e terceiros compradores de produtos do agronegócio ocorram de maneira informal, no mercado “*spot*”, sem a existência física de contratos de fornecimento.

Portanto, a exigência de relação comercial existente, consubstanciada em contrato vigente, poderia limitar desnecessariamente as operações passíveis de securitização por meio de CRA.

Parece-nos que melhor opção seria exigir que o terceiro emissor da dívida demonstrasse, por meio da apresentação do histórico de compras, que possui capacidade de utilizar os recursos da emissão na aquisição de produtos do agronegócio em determinado prazo.

Tal demonstração seria então utilizada como base para elaboração do cronograma de utilização dos recursos da emissão, como já exigido nas ofertas públicas de CRA com lastro em debêntures sujeitas à registro perante esta D. CVM.

Não vemos problemas com a exigência de verificação trimestral da destinação dos recursos pelo agente fiduciário da emissão, conforme consta da minuta.

Dessa forma sugerimos o seguinte ajuste:

*“(...) II – dívidas corporativas emitidas pelos terceiros referidos no **caput**, vinculadas a uma relação comercial ~~existente~~ entre o terceiro e produtores rurais ou suas cooperativas.”*

Quanto à questão colocada no edital sobre a possibilidade de uma mesma operação gerar uma dívida para um terceiro e um crédito para um produtor rural, ambas passíveis de servirem de lastro para uma emissão de CRA, discordamos que se trata de um mesmo negócio jurídico, que poderia em tese ser securitizado duas vezes.

De fato, a emissão da debênture é um negócio jurídico autônomo, completamente distinto da operação de compra de produtos do agronegócio ao qual está vinculada. Trata-se de dois negócios jurídicos independentes, sendo que, num deles, está-se diante de um título de crédito, passível de circulação no mercado, e de cobrança pela via executiva, podendo ser dotado de garantias reais e fidejussórias outorgadas pelo próprio emissor ou por terceiros. Já o crédito do produtor rural oriundo do contrato de fornecimento pode ou não reunir os requisitos necessários para ser cobrado pela via executiva (título executivo extrajudicial), sendo no mais das vezes cobrado por meio de ação ordinária de cobrança. Sua circulação é limitada e geralmente possui pouca ou nenhuma garantia.

Assim, por serem direitos de crédito absolutamente autônomos, oriundos de negócios jurídicos distintos (em que peses sejam vinculados pela destinação dos recursos), e por terem características completamente diversas, entendemos que tais direitos de crédito podem muito bem coexistir e

lastrear a duas operações distintas de CRA, sem que isso ofereça qualquer risco adicional ao mercado e aos investidores.

## **Seção II – Revolvência**

### **Art. 7º**

Conforme previsão do art. 7º, §9º, as securitizadoras deverão aditar o termo de securitização de forma a vincular os novos direitos creditórios do agronegócio adquiridos à emissão. Não há dúvida que a permissão da revolvência será bem vinda e ajudará demasiadamente na estruturação de operações de CRA.

Acreditamos, contudo, que seria oportuno deixar claro na norma que o aditamento ao termo de securitização para inclusão dos novos direitos creditórios poderá ser realizado pela securitizadora sem a necessidade de aprovação em assembleia de titulares, desde que respeitados os parâmetros e critérios de elegibilidade estabelecidos no termo de securitização.

Dessa forma, sugerimos o seguinte ajuste:

*“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.*

(...)

*§ 9º Nesse caso, a companhia securitizadora deverá aditar o termo de securitização de forma a vincular os novos direitos creditórios do agronegócio adquiridos à emissão, sem necessidade de aprovação prévia dos titulares de CRA, desde que esteja expressamente indicado no termo de securitização os critérios de elegibilidade.”*

## **Seção IV – Termo de securitização**

### **Art. 9º**

O parágrafo único do artigo 9º estabelece que a substituição dos direitos creditórios do agronegócio que servem de lastro ao CRA somente poderá 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.

Da mesma forma que mencionamos no artigo sobre a revolvência de direitos de crédito, seria oportuno que a norma permitisse também a substituição de créditos, em situações previamente estabelecidas no termo de securitização, além daquelas envolvendo vícios na cessão, sem a necessidade de aprovação em assembleia de titulares.

Nesse sentido, sugerimos a seguinte alteração:

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

*(...)*

*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, **observado o disposto no artigo 7º, §9º.**”*

## CAPÍTULO III - OFERTA

### Seção II – Ofertas para investidores não qualificados

#### Art. 12

##### *Inciso I*

Conforme previsto no artigo 12, inciso I da minuta proposta, os CRA ofertados a investidores que não sejam considerados qualificados nos termos da regulamentação específica, deverão 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.

Com relação à exigência de retenção de risco pelo cedente nas ofertas de CRA destinadas a investidores não qualificados, cabe destacar que o objetivo de operações de securitização por meio de cessão de carteira pulverizada de créditos é justamente isolar o risco cedente do risco da carteira. Como é sabido, o objetivo dessa estrutura é estabelecer que o risco de crédito oferecido pela carteira seja melhor do que o risco de crédito do cedente, considerado de forma isolada. Por esse motivo, entendemos não ser oportuna a exigência de retenção.

Do lado do cedente, a exigência impediria a realização de operações “*off balance*”, privando o mercado de securitizações que tenham esse objetivo. De outro lado, os investidores não qualificados seriam privados de boas oportunidades de investimento.

Nesse sentido, acreditamos que a exigência de contratação e manutenção de classificação de risco e a imposição de deveres claros de diligência à securitizadora e ao custodiante da emissão sejam suficientes para dar a segurança adequada aos investidores.

***Inciso III***

Adicionalmente, no inciso III os CRA ofertados a investidores que não sejam considerados qualificados deverão ser constituídos por créditos considerados como performados no momento da cessão ou subscrição pela companhia securitizadora.

Nesse trecho, acreditamos que será extremamente bem vinda a possibilidade de subscrição da dívida diretamente pela securitizadora, conforme consta do edital.

A necessidade de triangulação do título por terceiro, para posterior cessão à securitizadora, apenas aumentava os custos de transação sem gerar benefícios ao emissor nem aos investidores.

A questão da subscrição direta de títulos de dívida por veículos de securitização já foi abordada no âmbito dos FIDC, há muitos anos, sendo que na oportunidade a área técnica e a procuradoria desta autarquia chegaram exatamente a essa mesma conclusão.

Por fim, o inciso IV do mesmo artigo estabelece que os CRA ofertados a investidores que não sejam considerados qualificados 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.

Como as ofertas com esforços restritos realizadas pela Instrução CVM nº 476 são destinadas exclusivamente a investidores profissionais, que supostamente têm amplo conhecimento e experiência em finanças, entendemos que tais ofertas deveriam estar dispensadas desse limite.

Além disso, nas emissões destinadas a um único investidor ou investidores pertencentes ao mesmo grupo econômico, o devedor que seja sociedade empresarial deveria ser dispensado de apresentar suas DFs à CVM, em linha com a norma em vigor para os CRIs e FIDCs. Cabe por último ressaltar que muitas sociedades de capital fechado têm classificação de risco e estrutura de governança e gestão tão boas ou melhores que seus pares de capital aberto.

Portanto, ao impedir o acesso de tais companhias aos investidores que não sejam qualificados (por meio da imposição do limite de 20%), esta Comissão estaria, de um lado, dificultando o financiamento dessas sociedades por meio dos CRA, e, de outro lado, novamente, restringido o acesso dessa importante classe de investidores a boas oportunidades de investimento em CRA.

Acreditamos que o diferencial aqui não deveria ser o fato de a sociedade devedora ter ou não capital aberto, mas sim o fato de a emissão contar com outros itens que agreguem mais transparência e segurança ao investidor, como a exigência de classificação de risco e da disponibilização pública das DFs da devedora ou coobrigada para análise dos investidores, além da exigência de mais detalhes sobre a devedora no prospecto e demais documentos da emissão.

## **Seção II – Responsabilidades e obrigações**

### **Art. 15**

Conforme artigo 15, §6º a companhia securitizadora será responsável pelas atividades de monitoramento, controle e processamento dos ativos e compromissos vinculados à emissão, bem como de cobrança dos direitos creditórios.

A exigência de que a securitizadora utilize recursos próprios para cobrança dos direitos de crédito integrantes de patrimônio separado não parece em linha com o conceito de securitização constante das demais normas da CVM e com a prática de mercado em operações desse tipo.

Seria o equivalente a exigir que o administrador do FIDC utilizasse recursos próprios para cobrança dos direitos integrantes da carteira do fundo, a fim de cumprir plenamente seu dever de diligencia.

Acreditamos que essa exigência poderá limitar ou dificultar demasiadamente a estruturação de operações.

## **Seção IV – Administração extraordinária do patrimônio separado**

### **Art. 19**

Nos termos do parágrafo único do artigo 19 da minuta proposta, em casos de insuficiência dos ativos que compõem o patrimônio separado, caberá ao agente fiduciário convocar assembleia geral dos titulares para deliberar sobre a administração ou liquidação do patrimônio separado.

Essa é uma questão que interessa tanto às operações de CRA como de CRI. A que título o patrimônio separado seria transferido para outra companhia securitizadora na situação de insolvência da emissora dos CRA e o que ocorreria com os CRA existentes?

Como o CRA é um título de dívida de emissão da securitizadora, parece-nos estranho que uma segunda securitizadora assumira a dívida representada pelo CRA emitido por uma primeira securitizadora.

Entendemos que seria oportuno ter uma diretriz mais detalhada da CVM acerca desse procedimento.

## CAPÍTULO V – ASSEMBLEIA GERAL

### Seção I – Competência

#### Art. 22

O artigo 22 da minuta sugerida estabelece as hipóteses de alteração do termo de securitização sem a necessidade de convocação e realização de uma assembleia geral de titulares de CRA. Nesse sentido, em linha com os pontos anteriormente aqui expostos, entendemos que seria de extrema importância que o termo de securitização pudesse ser alterado, sem a realização de assembleia geral, nos casos de substituição dos direitos creditórios do agronegócio que cumpram os critérios de elegibilidade.

Dessa forma, sugerimos o ajuste do inciso “II”, conforme abaixo:

*“II – decorrer da aquisição de novos direitos creditórios ou a substituição dos já existentes, pela companhia securitizadora, observados critérios de elegibilidade previstos no artigo 7º;”*

Isto posto, permanecemos à inteira disposição para quaisquer esclarecimentos que se fizerem necessários.

Sendo o que cumpria para o momento, renovamos nossos votos de estima e consideração a esta D. Comissão e subscrevemos.

*Souza Cescon, Barrieu & Flesch Advogados*

*[restante da página intencionalmente deixado em branco]*