

São Paulo, 14 de julho de 2017.

À

**COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS - CVM**

Rua Sete de Setembro, nº 111, 2-5º e 23-24º andares

20050-901 - Rio de Janeiro, RJ

**SUPERINTENDÊNCIA DE DESENVOLVIMENTO DE MERCADO - SDM**

At.: **Sr. Antonio Carlos Berwanger**

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

**Ref.: Edital de Audiência Pública SDM nº 01/2017 –  
Minuta de Instrução que dispõe sobre o regime  
dos Certificados de Recebíveis do Agronegócio  
objeto de oferta pública de distribuição.**

**STOCHE, FORBES, PADIS, FILIZZOLA, CLÁPIS, PASSARO, MEYER E REFINETTI  
ADVOGADOS**, sociedade de advogados localizada na Cidade de São Paulo, Estado de São  
Paulo, na Av. Brigadeiro Faria Lima, nº 4100, 10º andar, CEP 04538-132, em resposta ao  
edital da Superintendência de Desenvolvimento de Mercado (“SDM”) nº 01/2017, datado  
de 12 de maio de 2017 (“Edital”), que dispõe sobre o regime dos certificados de recebíveis  
do agronegócio objeto de oferta pública de distribuição (“CRA” e “Minuta”,  
respectivamente), vem respeitosamente à presença dessa D. Comissão de Valores  
Mobiliários (“CVM”) apresentar nossos comentários à Minuta:

## I. SUGESTÕES RELACIONADAS À MINUTA

Inicialmente, parabenizamos a iniciativa desta D. Comissão de aperfeiçoar a regulamentação aplicável aos CRA objeto de distribuição pública por meio de regras específicas aplicáveis a esse tipo de valor mobiliário, que tem sido cada vez mais utilizado por empresas do setor do agronegócio (ou a ele relacionadas) para o financiamento de suas atividades. Com esse propósito, gostaríamos de propor algumas sugestões de alterações à Minuta, conforme exposto abaixo.

### **(a) Definição dos créditos que podem lastrear a emissão de CRA e comprovação da destinação dos recursos (artigo 3º)**

O parágrafo 4º do artigo 3º da Minuta prevê que os direitos creditórios do agronegócio que poderão lastrear emissões de 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 pelos terceiros referidos no caput do artigo 3º da Minuta, vinculadas a uma relação comercial existente entre o terceiro e produtores rurais ou suas cooperativas.

No entanto, entendemos que a redação do inciso II do parágrafo 4º do artigo 3º da Minuta acaba sendo indevidamente restritiva ao mencionar “dívidas corporativas *emitidas* pelos terceiros referidos no caput” (grifo nosso). Como se sabe, nem todas as dívidas contraídas pelos agentes de mercado possuem a forma de títulos ou valores mobiliários passíveis de “emissão”. Assim, para evitar quaisquer dúvidas sobre a possibilidade de lastrear CRA em créditos decorrentes, por exemplo, de contratos de empréstimo ou financiamento, sugerimos a inclusão do termo “contraídas”.

Vale destacar, ainda, que nem todos os negócios celebrados entre produtores rurais e terceiros são formalizados em contratos de longo prazo, sendo comum a celebração de negócios pontuais, muitas vezes sem a celebração de um contrato de prestações ou compras contínuas, mas sim por meio de emissão de faturas de compras de forma individualizada, que podem ocorrer de forma sucessiva durante o ano ou determinado período do ano, dependendo do produto agropecuário em questão. Assim, para fins de comprovação da

destinação dos recursos captados por meio dos CRA, entendemos que devam ser admitidas quaisquer operações contratadas durante o prazo de duração do CRA (e não apenas aquelas existentes no momento da emissão do CRA).

Dessa forma, sugerimos as seguintes alterações para os parágrafos 4º, 6º e 7º do artigo 3º da Minuta:

*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:*

[...]

§ 4º Os direitos creditórios do agronegócio referidos no caput devem ser constituídos por:

[...]

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

[...]

§ 6º Os recursos recebidos por terceiros com a emissão ou contratação 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.

§ 7º A destinação dos recursos referida no § 6º deve ser comprovada durante o prazo de duração do CRA, por meio de contrato ~~vigente~~, nota fiscal, comprovante de pagamento ou qualquer outro instrumento que evidencie relação comercial entre o terceiro e o produtor rural, em montantes ~~e prazos~~ compatíveis com os da emissão do certificado, e verificada trimestralmente pelo agente fiduciário.

**(b) Requisitos da oferta pública (artigo 11)**

De acordo com o parágrafo 1º do artigo 11 da Minuta, 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*” (grifo nosso).

Por sua vez, Anexo 24 da Instrução da CVM nº 480, de 7 de dezembro de 2009, conforme alterada, determina que “quando da apresentação do formulário de referência por conta do pedido de registro de distribuição pública de valores mobiliários, as informações devem se referir aos 3 últimos exercícios sociais e ao exercício social corrente”.

Como é sabido, o processo de atualização do Formulário de Referência para inclusão das informações relativas ao exercício social corrente é demorado e custoso, e frequentemente envolve a contratação dos auditores independentes da emissora para a emissão de carta-conforto, o que aumenta ainda mais os custos de transação. Todavia, tais cuidados em regra se justificam, na medida em que são necessários para assegurar que os potenciais investidores tenham acesso a informações de qualidade a respeito do emissor dos valores mobiliários que eles pretendem adquirir.

Contudo, em operações de securitização – sobretudo naquelas em que é constituído patrimônio separado – as informações financeiras da securitizadora possuem, em nosso entendimento, menor relevância para o investidor, de forma que a necessidade de atualização do Formulário de Referência para incluir informações sobre o exercício social corrente não mais se justifica. Em tais hipóteses, muito mais relevantes para o investidor são as informações sobre a estrutura da securitização, sobre os direitos creditórios e sobre os originadores, devedores ou coobrigados, as quais já são exigidas pelo Anexo III-A da Instrução da CVM nº 400, de 29 de dezembro de 2003, conforme alterada.

Dessa forma, sugerimos a inclusão de novo parágrafo no artigo 11 da Minuta, para dispensar a necessidade de atualização do Formulário de Referência da securitizadora nesses casos:

*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.*

*§ [XX] Nas hipóteses em que for constituído patrimônio separado, não será necessário atualizar o Formulário de Referência da securitizadora para incluir informações relativas ao exercício social corrente para fins de instrução do pedido de registro da oferta pública.*

### **(c) Retenção de riscos (artigo 12, I e II)**

Os incisos I e II do artigo 12 da Minuta exigem que os CRA ofertados a investidores não qualificados contem com mecanismos de retenção substancial dos riscos e benefícios do cedente ou de terceiros.

Entendemos, contudo, que a transferência dos riscos é da natureza das operações de securitização, e a retenção de riscos deveria ser a exceção, e não a regra.

Compreende-se a preocupação da CVM com a proteção dos investidores não qualificados. Em relação a esse ponto, nos parece que o mais importante é que sejam fornecidas as informações relevantes sobre os direitos creditórios e seus devedores de modo que o próprio investidor possa tomar sua decisão de forma informada, não sendo necessariamente adequada a adoção do entendimento de que ofertas de CRA com alguma forma de retenção de risco são necessariamente menos arriscadas que ofertas de CRA sem retenção de risco (até pelo fato de poder haver CRA sem qualquer tipo de retenção de risco com rating superior a CRA com coobrigação ou outra forma de retenção de risco).

Mesmo considerando como adequada a premissa de que o investimento em CRAs com alguma forma de retenção de risco é mais seguro do que o investimento em CRAs sem qualquer retenção de risco, nos casos em que o devedor dos direitos creditórios seja companhia aberta ou instituição financeira, acreditamos que a retenção de risco deveria ser dispensada, uma vez que investidores não qualificados já podem, pela regulamentação

vigente, correr o risco de crédito de tais devedores (por exemplo, subscrevendo debêntures emitidas por companhias abertas ou adquirindo produtos bancários oferecidos por instituições financeiras).

Dessa forma, sugerimos exclusão dos incisos I e II do artigo 12. Caso esta D. Comissão não concorde com tal solução, sugerimos, então, pelo menos, as seguintes alterações para os incisos I e II do artigo 12 da Minuta:

*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 (i) dívida de responsabilidade de um único devedor ou devedores sob controle comum; ou (ii) dívida de responsabilidade de companhias abertas ou instituições financeiras;*

*II – assegurar a manutenção da retenção de riscos referida no inciso I do caput durante todo o prazo de vigência do certificado, ressalvadas as exceções previstas nos itens (i) e (ii) do inciso I;*

Além disso, tendo em vista que uma das formas mais simples e usuais de retenção de risco é a cessão de crédito com coobrigação do cedente, na hipótese de não ser aceita nossa sugestão de exclusão dos incisos I e II do artigo 12, entendemos ser necessário ajuste no parágrafo primeiro do artigo 12 para mencionar que, nos casos em que houver o cumprimento da obrigação de retenção de risco por meio de coobrigação do cedente, não se aplica o limite de exposição por coobrigado de 20% previsto no inciso IV do artigo 12 em relação ao cedente (até por conta do disposto no inciso V do artigo 12, que exige a cessão por um único cedente ou cedentes sob controle comum):

*Art. 12. [...]*

*[...]*

*§ 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, sendo certo que, nos casos em que a retenção de risco se der por meio de coobrigação do cedente, não se aplicará o disposto no inciso IV do artigo 12 em relação ao cedente coobrigado.*

**(d) Responsabilidade da securitizadora pela cobrança dos direitos creditórios (artigo 15)**

O artigo 15 da Minuta prevê que a companhia securitizadora tem, entre suas responsabilidades, a cobrança dos direitos creditórios. Adicionalmente, o parágrafo 6º do referido artigo 15 estabelece que, caso “os recursos do patrimônio separado sejam insuficientes para arcar com a cobrança referida no parágrafo quinto, a companhia securitizadora deve se utilizar de recursos próprios, de modo a não se eximir da obrigação referida no inciso III do parágrafo segundo, nem da responsabilidade disposta no parágrafo terceiro.

Ocorre que a atribuição às securitizadoras de tal obrigação impõe a elas um risco de difícil mensuração, na medida em que não é possível prever com antecedência os gastos que se terá com a cobrança dos direitos creditórios, e sempre haverá a possibilidade de os valores efetivamente recebidos não serem suficientes sequer para cobrir os custos de cobrança. Assim, a regra poderá resultar em aumento no valor das comissões cobradas pelas securitizadoras ou aumento nos valores provisionados no patrimônio separado para a cobrança dos créditos, aumentando, assim, os custos transacionais da operação, o que poderá inviabilizar algumas emissões.

Dessa forma, sugerimos que a Minuta permita que o termo de securitização estabeleça alternativas para a cobrança dos direitos creditórios, para que os investidores encontrem, em cada emissão, conforme suas características e as condições de mercado vigentes à época, as formas mais adequadas de alocar tal risco (como, por exemplo, a obrigação de que a securitizadora convoque assembleia geral dos titulares dos CRA para deliberar sobre a liquidação do patrimônio separado ou o adiantamento dos recursos necessários para arcar

com a despesa, nesse último caso, inclusive, com atribuição de preferência no recebimento dos recursos para os titulares de CRA que aportarem recursos para a cobrança dos direitos creditórios).

Caso a CVM entenda que o estabelecimento de soluções alternativas não protegerá adequadamente os investidores não qualificados, sugerimos que, ao menos, seja permitida essa flexibilidade em ofertas destinadas exclusivamente a investidores qualificados.

Assim, sugerimos que o parágrafo 6º do artigo 15 passe a vigorar com as seguintes alterações:

*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 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, exceto se, nas ofertas destinadas exclusivamente a investidores qualificados,] for convencionado de forma diversa no termo de securitização.*

#### **(e) Conflito com a Instrução CVM 583 (artigo 25)**

O artigo 25 da Minuta prevê que as “deliberações da assembleia geral são tomadas por maioria de votos dos certificados presentes, cabendo a cada certificado 1 (um) voto”.

Ocorre que o parágrafo 2º do artigo 12 da Instrução da CVM nº 583, de 20 de dezembro de 2016 (“Instrução CVM 583”) estabelece que caso “a escritura de emissão, o termo de securitização de direitos creditórios ou o instrumento equivalente não estabeleçam *quorum superior*, a modificação das condições dos valores mobiliários ou a não



adoção de qualquer medida prevista em lei ou na escritura de emissão, no termo de securitização de direitos creditórios ou no instrumento equivalente que vise à defesa dos direitos e interesses dos titulares dos valores mobiliários deve ser aprovada em assembleia mediante deliberação da maioria absoluta dos valores mobiliários em circulação” (grifo nosso).

Apenas para contextualizar as repercussões que o dispositivo citado acima pode gerar, podemos mencionar a interpretação por parte de alguns participantes de mercado no sentido de que o referido dispositivo proíbe que seja previsto no termo de securitização de CRA um quórum inferior à maioria absoluta para deliberar, por exemplo, o não vencimento antecipado do CRA mediante a ocorrência de um dos eventos de vencimento antecipado não automático previstos no termo de securitização.

Assim sendo, tendo em vista que o artigo 25 da Minuta prevê um quórum geral para emissões de CRA equivalente à maioria dos presentes, e a Instrução CVM 583 estabelece um quórum mínimo de maioria absoluta para a modificação das condições dos valores mobiliários ou a não adoção de qualquer medida prevista em lei ou no instrumento, indaga-se qual deve ser o quórum aplicável para a deliberação sobre as referidas matérias em emissões de CRA.

Ressalte-se que entendemos que o quórum mais adequado é o da maioria dos presentes, previsto na Minuta. Como se sabe, as emissões têm se tornado cada vez mais pulverizadas, e nesses casos torna-se muito difícil realizar assembleias que contem com a presença de investidores que representem a maioria absoluta dos valores mobiliários em circulação (fato que, inclusive, foi reconhecido pela própria CVM, por meio da Deliberação nº 774, de 28 de junho de 2017, ao mencionar que diversos administradores de fundos de investimento imobiliário haviam convocado assembleia geral de cotistas para submeter à apreciação de certas matérias, sem que tenham atingido, entretanto, o quórum mínimo para sua deliberação).

Nos parece que a incongruência interpretativa entre os dois dispositivos citados acima poderia ser resolvida por meio da seguinte alteração do parágrafo segundo do artigo 12 da Instrução da CVM 583:

*Art. 12. [...]*

*[...]*

*§ 2º Caso a escritura de emissão, o termo de securitização de direitos creditórios ou o instrumento equivalente não estabeleçam quorum ~~superior~~ diverso, a modificação das condições dos valores mobiliários ou a não adoção de qualquer medida prevista em lei ou na escritura de emissão, no termo de securitização de direitos creditórios ou no instrumento equivalente que vise à defesa dos direitos e interesses dos titulares dos valores mobiliários deve ser aprovada em assembleia mediante deliberação da maioria absoluta dos valores mobiliários em circulação.*

**(f) Não aplicação do período de *balck-out* para fins de concessão do registro de ofertas de CRA em que seja constituído patrimônio separado (Instrução CVM 400, artigo 14, parágrafo 4º)**

De acordo com o parágrafo 4º do artigo 14 da Instrução CVM 400, “[a] CVM não deferirá o registro de oferta pública de distribuição de valores mobiliários no período que se inicia no décimo sexto dia que antecede qualquer divulgação de informações periódicas da emissora e se encerra na data de sua efetiva divulgação.”

Contudo, conforme mencionado no item (b) acima, em operações de securitização – sobretudo naquelas em que é constituído patrimônio separado – as informações financeiras da securitizadora possuem, em nosso entendimento, menor relevância para o investidor, de forma que a restrição para a concessão do registro dentro do período de *balck-out* não deveria ser aplicável às ofertas de CRA em que seja constituído patrimônio separado.

Assim, sugerimos o seguinte ajuste no parágrafo 4º do artigo 14 da Instrução CVM 400:

*Art. 14. [...]*

*[...]*

*§ 4º A CVM não deferirá o registro de oferta pública de distribuição de valores mobiliários no período que se inicia no décimo sexto dia que antecede qualquer divulgação de informações periódicas da emissora e se encerra na data de sua efetiva divulgação, ressalvadas as ofertas de certificados de recebíveis do agronegócio [e de certificados de recebíveis imobiliários] que contem com patrimônio separado, nos termos da regulamentação aplicável.*

## II. CONCLUSÃO

Pelo exposto, em conclusão, fazemos questão de reiterar que apoiamos totalmente as iniciativas dessa D. Comissão em desenvolver o mercado de valores mobiliários brasileiro, que já se encontra em constante evolução.

Sendo o que nos cumpria para o momento, renovamos nossos protestos de elevada estima e consideração.

Atenciosamente,

**STOCHE FORBES ADVOGADOS**