

São Paulo, 14 de julho de 2017

Superintendência de Desenvolvimento de Mercado – SDM
Comissão de Valores Mobiliários – CVM
Rua Sete de Setembro, 111, 23º andar
Rio de Janeiro – RJ

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

Prezados Senhores,

VAZ, BARRETO, SHINGAKI & OIOLI ADVOGADOS vem pela presente submeter à apreciação de V.Sas. sugestões e comentários à minuta de Instrução (“Minuta”) proposta pela Comissão de Valores Mobiliários (“CVM”) para regulação dos Certificados de Recebíveis do Agronegócio objeto de oferta pública de distribuição (“CRA”), no âmbito da Audiência Pública SDM nº 01/17 (“Audiência”), conforme abaixo aduzidos.

EDITAL DE AUDIÊNCIA PÚBLICA SDM Nº 01/17

Assunto	Redação da Minuta	Proposta e Comentários
<p>Beneficiamento e Industrialização de produtos</p>	<p>Artigo 3, § 2º, I e II: “<i>O produto agropecuário in natura referido no § 1º é aquele em estado natural, de origem animal ou vegetal, que não sofre processo de beneficiamento ou industrialização, exceto se:</i></p> <p><i>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, por exemplo, os processos de lavagem, limpeza, descaroçamento, pilagem, descascamento, debulhação, secagem, socagem e lenhamento; ou</i></p> <p><i>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, o resfriamento, a fermentação, a embalagem, o carvoejamento, o cozimento, a destilação, a moagem, a torrefação, a cristalização ou a fundição, dentre outros.</i>“</p>	<p>Entendendo que na administração da produção agropecuária diferentes técnicas e/ou mecanismos de gestão de operações podem ser desempenhados pelos produtores, sugerimos que seja incluída a possibilidade de que o beneficiamento e a industrialização descritos nos incisos I e II sejam realizados por terceiros que adquiram o produto para este beneficiamento / industrialização ou que o executem como prestadores de serviços contratados pelo produtor rural.</p> <p>A sugestão tem como base o entendimento de que as características originais dos produtos não seriam alteradas independentemente de quem realiza o procedimento, uma vez que os processos descritos como exceção não alteram substancialmente os produtos.</p>

Assunto	Redação da Minuta	Proposta e Comentários
Características de cada série de CRA	Artigo 8, §5º: <i>“Cada série deve conter as mesmas características e conferir a seus titulares iguais direitos e obrigações, conforme disposto no termo de securitização.”</i>	Entendendo que a leitura da norma poderia gerar dúvidas, sugerimos que a redação fosse alterada para <i>“Os CRA integrantes de uma mesma série devem conter as mesmas características e conferir a seus titulares iguais direitos e obrigações, conforme disposto no termo de securitização”</i> .
Retenção de riscos pelos cedentes	Artigo 12, I: <i>“Os CRA ofertados a investidores que não sejam considerados qualificados nos termos da regulamentação específica, devem:</i> <i>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.”</i>	Considerando que é do interesse do investidor, numa operação de securitização, assumir o risco da carteira de recebíveis, entendemos que a obrigatoriedade de retenção de riscos pelo cedente ou terceiros em emissões de CRA voltadas a investidores não qualificados não é compatível com o intuito da própria securitização. Do ponto de vista econômico-financeiro, o melhor risco de crédito da carteira cedida em relação ao cedente é fator preponderante para que seja adotada esta modalidade de operação. Caso contrário, faria mais sentido que a empresa cedente captasse os

Assunto	Redação da Minuta	Proposta e Comentários
		<p>recursos mediante emissão de um título de dívida.</p> <p>Partindo desse pressuposto, sugerimos que a definição de “retenção substancial de riscos” seja (i) elidida do texto final da instrução, a fim de que não sejam limitados os atrativos dos investimentos em CRA; ou, alternativamente, (ii) descrita de modo mais pormenorizado do que aquele constante da norma contábil aplicável, cujo escopo é amplo e pouco objetivo, para evitar dificuldades na interpretação da norma, dado que o conceito é aberto.</p>
<p>A inclusão de companhias fechadas como devedoras em ofertas públicas</p>	<p>Artigo 12, IV: <i>“possuir devedores ou coobrigados com exposição máxima de 20% (vinte por cento) do total emitido, salvo se o devedor ou coobrigado for:</i></p> <p><i>a) companhia aberta; ou</i></p> <p><i>b) instituição financeira ou equiparada.”</i></p>	<p>Considerando o contexto e o histórico mencionados pela própria CVM no Edital da Audiência Pública e, visando a possibilitar o fomento de um mercado que encontra demanda crescente de investidores, sugerimos a inclusão da possibilidade dos direitos creditórios serem devidos por companhias fechadas que tenham suas demonstrações financeiras auditadas por auditor independente registrado na CVM e que sejam</p>

Assunto	Redação da Minuta	Proposta e Comentários
		<p>divulgadas pela devedora em seu sítio eletrônico.</p> <p>Entendemos que o problema da assimetria informacional entre a companhia e o investidor, que nos parece fundamentar a sugestão original de texto, estaria satisfatoriamente mitigado através de tal medida.</p> <p>Isto porque, uma vez que tais informações financeiras das cedentes fossem auditadas e estivessem disponíveis em seu sítio eletrônico, o público investidor teria amplo acesso às condições econômico-financeiras da devedora, podendo adequadamente fundamentar sua decisão de investir ou não nos CRA que possuam o referido lastro. A CVM, assim, cumpriria seu mandato legal de, ao mesmo tempo, proteger o público investidor e fomentar o mercado de capitais nacional.</p>
Obrigatoriedade na contratação de custodiantes.	Artigo 13, I: “ <i>A companhia securitizadora deve contratar, às expensas de cada emissão, os seguintes prestadores de serviços:</i> <i>I – custodiante;</i> ”	Considerando o paralelo da norma em discussão com a Instrução CVM nº 531, entendemos que a obrigatoriedade de contratação de custodiantes no âmbito de emissões de CRA poderia limitar o escopo

Assunto	Redação da Minuta	Proposta e Comentários
		<p>das operações da securitizadora, que originalmente tem a função de guarda dos documentos comprobatórios dos créditos, bem como aumentar o custo de transação relativo à emissão de CRA, podendo se diminuir a demanda por tal tipo de operação.</p> <p>Partindo dos pontos trazidos, e considerando eventual semelhança desta previsão com aquela aplicável aos fundos de investimento em direitos creditórios – FIDC, entendemos que a proibição de que a securitizadora detenha a guarda dos documentos comprobatórios dos créditos em caso de direitos creditórios cujo devedor ou cedente seja produtor rural ou cooperativa poderia causar uma retração no número de operações do gênero, tal como , já enfrentado pelos FIDC após a edição da Instrução CVM nº 531.</p> <p>Sugerimos, portanto, prever ao menos o afastamento desta obrigação em operações voltadas a público-alvo composto por investidores qualificados ou</p>

Assunto	Redação da Minuta	Proposta e Comentários
		<p>profissionais, sabendo que estes detêm as ferramentas necessárias para acessar, avaliar e precificar os ativos financeiros que dariam lastro aos CRA.</p>
<p>Obrigações da Emissora</p>	<p>Artigo 15, § 2º, III: <i>“Incluem-se entre as obrigações da emissora:</i></p> <p><i>III – exercer ou diligenciar para que sejam exercidos, todos os direitos inerentes à emissão;”</i></p>	<p>A minuta da audiência pública descreve que <i>“a companhia securitizadora, enquanto emissora e prestadora de serviços para a emissão, possui obrigações mínimas descritas na Minuta, sendo responsável pelas atividades de monitoramento, controle e processamento dos ativos e compromissos vinculados à emissão, além de se responsabilizar pela cobrança dos direitos creditórios do agronegócio”</i>. Reitera a minuta, portanto, que a emissão de CRA envolve variadas entidades do mercado financeiro e de capitais, bem como variados cedentes e assessores, envolvidos em operações estruturadas, com operações e regimes definidos.</p> <p>Assim, seria interessante esclarecer melhor quais direitos relativos à emissão a emissora deve tratar, sob pena de ser responsabilizada pelo exercício de direitos</p>

Assunto	Redação da Minuta	Proposta e Comentários
		inerentes aos investidores.
Vedações da Emissora	<p>Artigo 16, I: <i>“É vedada à companhia securitizadora:</i></p> <p><i>I - vincular quaisquer empréstimos ou financiamentos às suas emissões;”</i></p>	<p>A minuta da audiência pública descreve que <i>“dentre as vedações previstas na Minuta, destaca-se, primeiramente, a que impõe a proibição de a companhia securitizadora adquirir direitos creditórios de partes a ela relacionadas com o propósito de lastrear as suas emissões. Tal vedação tem como objetivo aproximar as regras aplicáveis às emissões àquelas praticadas pelos Fundos de Investimento em Direitos Creditórios, no tocante a questões envolvendo conflito de interesses”</i>.</p> <p>De acordo com este entendimento e, a fim de não gerar dúvidas, sugerimos prever que a vedação à vinculação de empréstimos ou financiamentos às emissões de CRA não se aplica na hipótese do CRA ter por lastro dívidas corporativas referidas no §4º, II do artigo 2º: <i>“Dívidas corporativas emitidas pelos terceiros referidos no caput, vinculadas a uma relação comercial existente entre o terceiro e produtores rurais ou suas</i></p>

Assunto	Redação da Minuta	Proposta e Comentários
		<i>cooperativas”.</i>
Convocação de Assembleia	Artigo 23, caput: <i>“A assembleia geral deve ser convocada na forma estipulada no termo de securitização, com antecedência mínima de 20 (vinte) dias, devendo conter a descrição dos assuntos a serem discutidos e votados.”</i>	Considerando o disposto na lei aplicável às companhias abertas, seria interessante buscar uniformidade nas práticas dispostas pelas companhias supervisionadas pela CVM. Deste modo, sugerimos alterar o prazo de convocação da assembleia geral para 15 dias, como é no caso de companhias abertas (art. 124, §1º, II das Lei das S.A.).
Convocação de Assembleia	Artigo 23, §2º: <i>“A assembleia geral pode ser convocada por iniciativa própria da companhia securitizadora, do agente fiduciário ou mediante solicitação de titulares que detenham, no mínimo, 5% (cinco por cento) da emissão.”</i>	Considerando a hipótese de existência de diversas classes de CRA, e entendendo como aplicável o tratamento justo e igualitário dos investidores, seria interessante incluir que a assembleia geral poderá ser convocada por titulares que detenham 5% (cinco por cento) dos CRA de cada classe, no caso de emissões com diferentes classes de CRA.

2. Esperamos que nossas sugestões possam contribuir positivamente para o aperfeiçoamento da regulação dos Certificados de Recebíveis do Agronegócio objeto de oferta pública de distribuição e o desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro, para o qual o trabalho dessa D. Autarquia tem sido de inestimável importância.

Aproveitamos a oportunidade para renovar nossos protestos de estima e consideração.

Atenciosamente,

VAZ, BARRETO, SHINGAKI & OIOLI ADVOGADOS