



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares – Centro – Rio de Janeiro - RJ – CEP: 20050-901 – Brasil
Tel.: (21) 3554-8686 - www.cvm.gov.br

RELATÓRIO DE ANÁLISE

Audiência Pública SDM nº 01/17 – Processo CVM nº RJ/2014-11167

Objeto: Minuta de Instrução sobre o regime dos Certificados de Recebíveis do Agronegócio objeto de oferta pública de distribuição.

Introdução

Este relatório foi elaborado pela Superintendência de Desenvolvimento de Mercado – SDM, para apresentar ao Colegiado as sugestões enviadas na Audiência Pública nº 01/17, que recebeu comentários do público entre os dias 15 de maio e 14 de julho de 2017.

A audiência teve como objeto minuta de instrução (“Minuta”) que estabelece regras e procedimentos a serem adotados quando da oferta pública de Certificados de Recebíveis do Agronegócio (“CRA”) pelas companhias securitizadoras.

Como as manifestações recebidas na audiência pública estão disponíveis na íntegra na página da CVM na rede mundial de computadores¹, todos os comentários e sugestões tempestivamente apresentados são citados neste relatório de forma resumida. Sugestões relativas a alterações ortográficas e a ajustes meramente redacionais não estão citadas, mas foram levadas em consideração na elaboração da proposta definitiva de instrução.

Para melhor descrever e comentar as sugestões recebidas, o relatório está organizado da seguinte forma:

Conteúdo do relatório

1. Participantes da audiência pública.....	5
2. Comentários à Minuta.....	5
2.1. Âmbito e finalidade	5
2.2. Tipo de lastro (art. 3º)	6
2.3. Definição de comercialização de produtos agropecuários (art. 3º, § 1º).....	9
2.4. Definição de produto agropecuário in natura (art. 3º, § 2º).....	11

¹ Vide http://www.cvm.gov.br/audiencias_publicas/ap_sdm/2017/sdm0117.html



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares – Centro – Rio de Janeiro - RJ – CEP: 20050-901 – Brasil
Tel.: (21) 3554-8686 - www.cvm.gov.br

2.5.	Tipo de direito creditório (art. 3º, § 4º) (atual § 5º).....	13
2.5.1.	Securitização tradicional (inciso I)	13
2.5.2.	CRA por destinação (inciso II)	13
2.5.3.	Emissão de dívida pelo próprio produtor rural (inciso III).....	15
2.6.	Destinação dos recursos (art. 3º, §§ 5º e 6º) (atuais §§ 6º e 7º)	15
2.7.	Comprovação de destinação (art. 3º, § 7º) (atual § 8º)	18
2.8.	Operações para reembolso	21
2.9.	Derivativos (art. 4º)	22
2.10.	Recebimento de recursos em conta vinculada (art. 5º)	23
2.11.	Denominação dos CRA (art. 6º).....	23
2.12.	Revolvência.....	25
2.12.1.	Definição e condições (art. 7º)	25
2.12.2.	Prazo de nova aquisição (art.7º § 2º)	27
2.12.3.	Destinação temporária dos recursos (art. 7º § 5º).....	28
2.12.4.	Atualização do termo de securitização (art. 7º § 9º).....	28
2.13.	Classes de CRA	29
2.13.1.	Divisões em séries e classes (art. 8º)	29
2.13.2.	Vinculação ao termo de securitização (art. 8º § 3º).....	29
2.13.3.	Obrigações das séries (art. 8º § 5º)	30
2.14.	Termo de securitização.....	30
2.14.1.	Informações mínimas (art. 9º).....	30
2.14.2.	Condições de substituição (art. 9º, parágrafo único).....	32
2.15.	Encargos.....	33
2.15.1.	Pagamento de despesas (art. 10)	33
2.16.	Registro da oferta	36
2.16.1.	Pedido de registro (art. 11. § 1º)	36
2.16.2.	Regime fiduciário (art. 11. § 2º, inciso I)	36
2.16.3.	Liquidação financeira (art. 11. § 2º, inciso II)	36
2.16.4.	Limite de exposição (art. 11. § 2º, inciso III).....	37
2.16.5.	Classificação de risco (art. 11. § 6º).....	38



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares – Centro – Rio de Janeiro - RJ – CEP: 20050-901 – Brasil

Tel.: (21) 3554-8686 - www.cvm.gov.br

2.17.	Ofertas para investidores não qualificados	38
2.17.1.	Condições para a oferta (art. 12).....	38
2.17.1.1.	Retenção substancial (art. 12, inciso I).....	38
2.17.1.2.	Retenção de risco e securitização (art. 12, incisos I e II) (atual inciso I)	39
2.17.1.3.	Créditos performados (art. 12, inciso III) (atual inciso II).....	41
2.17.1.4.	Exposição máxima de 20% (art. 12, inciso IV) (atual inciso III)	42
2.17.1.5.	Direitos creditórios cedidos por um único cedente ou cedentes sob controle comum (art. 12, inciso V) (atual inciso IV)	43
2.17.1.6.	Limitações propostas para o CRA de varejo.....	44
2.17.2.	Critérios (art. 12, parágrafos)	45
2.18.	Contratação de prestadores de serviço (art. 13) (atual art. 14).....	46
2.19.	Responsabilidades e obrigações.....	46
2.19.1.	Custodiante (art. 14) (atual art. 15).....	46
2.19.2.	Securitizadora (art. 15) (atual art. 16)	47
2.19.3.	Obrigações da emissora (art. 15, § 2º) (atual art. 16, § 2º).....	47
2.19.4.	Existência dos créditos (art. 15, § 4º) (atual art. 16, § 4º).....	49
2.19.5.	Cobrança (art. 15, § 5º) (atual art. 16, § 5º)	50
2.19.6.	Patrimônio insuficiente (art. 15, § 6º) (§ 6º excluído).....	50
2.20.	Vedações.....	54
2.20.1.	Securitizadora (art. 16) (atual art. 17)	54
2.20.2.	Custodiante (art. 18) (atual art. 19).....	57
2.21.	Administração extraordinária do patrimônio separado.....	57
2.21.1.	Insuficiência de ativos (art. 19) (atual art. 20).....	57
2.22.	Competência.....	59
2.22.1.	Assembleia geral (art. 21) (atual art. 22).....	59
2.22.2.	Alteração do termo de securitização (art. 22) (atual art. 23).....	60
2.23.	Convocação e instalação.....	62
2.23.1.	Convocação (art. 23) (atual art. 24).....	62
2.23.2.	Direito de voto (art. 24) (atual art. 25).....	63
2.24.	Deliberação.....	64



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares – Centro – Rio de Janeiro - RJ – CEP: 20050-901 – Brasil

Tel.: (21) 3554-8686 - www.cvm.gov.br

2.24.1. Quórum (art. 25) (atual art. 26).....	64
2.24.2. Impedimentos (art. 26) (atual art. 27).....	65
2.25. Disposições finais e transitórias.....	66
2.25.1. Anexo III-A da Instrução CVM nº 400 (art. 28) (atual art. 29)	66
2.25.2. Alteração da Instrução CVM nº 414 (art. 29) (atual art. 30)	66
2.25.3. Alteração da Instrução CVM nº 480 (art. 31) (atual art. 33)	67
2.25.4. Inclusão do art. 25-A na ICVM 480 (art. 32) (atual art. 34)	68
2.25.5. Alteração da Instrução CVM nº 583 (art. 34) (atual art. 37)	70
2.25.6. Produção de efeitos (art. 36) (atual art. 39).....	71
2.26. Anexos	72
2.26.1. Informe trimestral (Anexo 34) (atual anexo 36).....	72
3. Outros comentários à Minuta	73
4. Proposta definitiva de instrução	75



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares – Centro – Rio de Janeiro - RJ – CEP: 20050-901 – Brasil
Tel.: (21) 3554-8686 - www.cvm.gov.br

1. Participantes da audiência pública

Os seguintes participantes manifestaram-se na audiência pública: (i) ABAG – Associação Brasileira do Agronegócio (“ABAG”); (ii) ABECIP – Associação das Entidades de Crédito Imobiliário e Poupança (“ABECIP”); (iii) ABRASCA - Associação Brasileira das Companhias Abertas (“ABRASCA”); (iv) ANBIMA – Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiros e de Capitais (“ANBIMA”); (v) ANDAV - Associação Nacional dos Distribuidores de Insumos Agrícolas e Veterinários (“ANDAV”); (vi) B3 S.A. – Brasil, Bolsa, Balcão (“B3”); (vii) Benzecry e Pitta Advocacia Especializada (“Benzecry”); (viii) Cantidiano Advogados (“Cantidiano”); (ix) Cascione, Pulino, Boulos & Santos Advogados (“Cascione Pulino”); (x) CFA Society Brazil (“CFA”); (xi) Comissão de Direito Agrário e Urbanístico do Instituto dos Advogados Brasileiros (“CDAU-IAB”); (xii) Eco Securitizadora de Direitos Creditórios do Agronegócio S.A. (“ECO”); (xiii) Empiricus Research (“Empiricus”); (xiv) Ibracon – Instituto dos Auditores Independentes do Brasil (“Ibracon”); (xv) Navarro Advogados (“Navarro”); (xvi) Octante Securitizadora S.A (“Octante”); (xvii) Pedro Cafaro; (xviii) Papi, Maximiano, Kawasaki, Assoline e Advogados Associados (“PMKA”); (xix) Reag Securities – Securitizadora de Créditos S.A. (“Reag”); (xx) Ápice Securitizadora S.A., Barigui Securitizadora S.A., Brazilian Securities Companhia de Securitização, CIBRASEC – Companhia Brasileira de Securitização, Eco Securitizadora de Direitos Creditórios do Agronegócio S.A., Gaia Agro Securitizadora S.A., Habitasec Securitizadora S.A., ISEC Securitizadora S.A, Octante Securitizadora S.A., Reit Securitizadora de Recebíveis Imobiliários S.A, RB Companhia de Securitização S.A. e VERT Companhia Securitizadora (“Grupo de Securitizadoras”); (xxi) Sicoob Cocred Cooperativa de Crédito dos Produtores Rurais e Empresários do interior Paulista (“SICOOB”); (xxii) Souza, Cescon, Barrieu & Flesch Advogados (“Souza Cescon”); (xxiii) SRB - Sociedade Rural Brasileira (“SRB”); (xxiv) Stocche, Forbes, Padis, Filizzola, Clápis, Passaro, Meyer e Refinetti Advogados (“Stocche Forbes”); (xxv) Tozzini Freire Advogados (“Tozzini”); (xxvi) UNICA - União da Indústria da Cana de Açúcar (“UNICA”); (xxvii) Uqbar Educação e Informação Financeira Avançada (“Uqbar”); e (xxviii) Vaz, Barreto, Shingaki & Oioli Advogados (“VBSO”).

2. Comentários à Minuta

2.1. Âmbito e finalidade

Muitos participantes elogiaram a iniciativa da CVM de regular a matéria, na medida em que uma regulamentação específica ao regime dos CRA traz maior segurança às operações de emissão desse certificado e ao mercado como um todo.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares – Centro – Rio de Janeiro - RJ – CEP: 20050-901 – Brasil
Tel.: (21) 3554-8686 - www.cvm.gov.br

Tozzini solicita que seja incluído um parágrafo determinando a não aplicação da instrução às ofertas com esforços restritos de distribuição, já que tais ofertas são destinadas a investidores profissionais, que possuem maior expertise e capacidade de tomar decisões de investimento, não necessitando da mesma proteção prevista na Minuta.

A sugestão de excepcionar a aplicação da regra às ofertas com esforços restritos não foi acatada.

Cabe esclarecer que a norma visa regulamentar aspectos relevantes do CRA que extrapolam o escopo do regime da oferta pública e se aplicam de maneira geral aos certificados, tais como a definição dos possíveis lastros, o funcionamento do produto e as obrigações das companhias securitizadoras.

Por essa razão, exceto quando há uma determinação expressa em sentido diverso, como no caso dos arts. 11 e 12, que tratam especificamente das ofertas registradas e das ofertas destinadas ao público de varejo, as regras da instrução abrangem qualquer oferta pública de CRA, registrada ou não.

2.2. Tipo de lastro (art. 3º)

ABRASCA sugere a inclusão de um parágrafo no art. 3º, a fim de esclarecer que as pessoas físicas e jurídicas que desenvolvam atividades relacionadas à produção rural, ao beneficiamento e à industrialização de produção rural própria ou adquirida de terceiros, são considerados produtores rurais para fins da Minuta.

Tozzini sugere a inclusão de novos parágrafos com a criação da definição de produtor rural, para fins exclusivos da instrução, o que proporcionaria maior conforto e segurança jurídica aos participantes da estruturação de ofertas públicas de CRA.

ABAG, SRB e UNICA argumentam que a redação adotada na Minuta para o art. 3º pode limitar a utilização de algumas operações que já são feitas atualmente, como as que não envolvem diretamente o produtor rural, mas o beneficiam na integração das atividades econômicas que compõem a produção.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares – Centro – Rio de Janeiro - RJ – CEP: 20050-901 – Brasil
Tel.: (21) 3554-8686 - www.cvm.gov.br

ANDAV propõe alterações no art. 3º com o objetivo de explicitar na regulamentação que os agentes capazes de emitir lastros de CRA são todos aqueles que exerçam qualquer tipo de atividade que possa ser enquadrada na cadeia de agronegócio incluindo seus associados, os distribuidores de insumos.

CFA sugere incluir como equiparado ao produtor rural, outros participantes da cadeia do agronegócio, considerando que, por exemplo, distribuidores fazem parte da cadeia do agronegócio e já emitiram dívidas que fazem parte do lastro de CRA. Outrossim, entende que não faria sentido excluir parte significativa da cadeia do agronegócio da possibilidade de financiamento por meio de CRA, tendo em vista os objetivos da criação desse instrumento.

ECO sugere incluir, dentre os agentes capazes de emitir lastros de CRA, os terceiros responsáveis pela comercialização de produtos agropecuários, insumos agropecuários ou máquinas e implementos utilizados na atividade agropecuária, equiparando-os aos produtores rurais.

Octante solicita que a redação do art. 3º da Minuta seja ajustada de forma a possibilitar que direitos creditórios originários de toda a cadeia do agronegócio possam ser utilizados como lastros de CRA e não apenas aqueles diretamente ligados aos produtores rurais e cooperativas, sob o argumento de que a maioria das vendas de defensivos e fertilizantes é realizada por distribuidores e cooperativas. Propõe também que sejam reespecificadas as atividades relacionadas aos negócios geradores dos direitos creditórios aceitos como lastro.

Grupo de Securitizadoras considera importante a previsão específica da participação dos distribuidores na cadeia e como potenciais emissores ou originadores de lastros de CRA, incluindo seus negócios com terceiros entre aqueles que poderiam originar direitos creditórios passíveis de serem usados como lastro de CRA.

Sobre a sugestão de inclusão de definição de produtor rural, a CVM entende que tal definição não é necessária e esclarece que considera como válida a definição da Receita Federal/Previdência (INMPS/SRP nº 3/2005 e INRFB nº 971/2009) que enquadra o produtor rural como “*a pessoa física ou jurídica, proprietária ou não, que desenvolve, em área urbana ou rural, a atividade agropecuária, pesqueira ou silvicultural, bem como a extração de produtos primários, vegetais ou animais, em caráter permanente ou temporário, diretamente ou por intermédio de prepostos*”.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares – Centro – Rio de Janeiro - RJ – CEP: 20050-901 – Brasil
Tel.: (21) 3554-8686 - www.cvm.gov.br

Não se avaliou como positiva a existência de duas definições distintas para o mesmo conceito na administração pública.

Vale destacar, aprofundando a interpretação, que a CVM considera que aquele que beneficia ou industrializa a sua produção rural própria continua sendo um produtor rural, ao passo que aquele que beneficia ou industrializa produção rural adquirida de terceiro não se enquadraria nessa condição.

Em relação aos demais comentários no sentido de equiparar quaisquer outros participantes da cadeia do agronegócio ao produtor rural, o § 1º do art. 23 da Lei nº 11.076, de 30 de dezembro de 2004, determina expressamente que os CRA devem ser vinculados a direitos creditórios “*originários de negócios realizados entre produtores rurais, ou suas cooperativas, e terceiros*”, impossibilitando, na visão da CVM, a interpretação que permita a inclusão de operações que não envolvam o produtor rural ou suas cooperativas.

Tal entendimento é corroborado na mesma lei, que, ao definir, no § 1º do art. 24, o emissor do certificado de direitos creditórios do agronegócio (CDCA), faz alusão especificamente a “*outras pessoas jurídicas que exerçam a atividade de comercialização, beneficiamento ou industrialização de produtos e insumos agropecuários ou de máquinas e implementos utilizados na produção agropecuária*”.

Deve-se considerar também que no relatório da emenda que incluiu os CRA na Medida Provisória que originou a Lei nº 11.076, de 2004, consta que os CRA foram criados para securitizar as cédulas de produto rural (CPR) emitidas pelos produtores rurais e alocadas nas carteiras de agentes de mercado como as agroindústrias processadoras, empresas exportadoras de produtos agrícolas, empresas de insumos e defensivos, revendedores de máquinas e implementos e distribuidores, fruto de financiamento formal ou não ao produtor rural, viabilizando o acesso desses agentes ao mercado de capitais.

Logo, o racional é que todo aquele que financia ou negocia com o produtor rural, concedendo-lhe crédito em razão deste negócio, pode ceder estes direitos creditórios para lastro de CRA.

Não obstante, a CVM, ao avaliar a peculiaridade da atuação dos distribuidores no mercado agropecuário, optou por permitir que direitos creditórios de negócios realizados entre distribuidores e terceiros que estejam explicitamente vinculados, por meio de contratos ou de títulos de crédito, a



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares – Centro – Rio de Janeiro - RJ – CEP: 20050-901 – Brasil
Tel.: (21) 3554-8686 - www.cvm.gov.br

vendas do distribuidor aos produtores rurais, possam ser utilizados como lastro de CRA, conforme decisão recente do Colegiado da CVM envolvendo a Syngenta no âmbito do processo SEI 19957.006751/2017-15.

Essa posição é um avanço na interpretação da lei e se justifica pela característica da atuação dos distribuidores e do reconhecimento da importância de sua capilaridade, possibilitando o financiamento e a canalização de insumos agropecuários aos pequenos produtores rurais. Assim, foi incluído um novo parágrafo ao art. 3º para contemplar essa possibilidade.

ANBIMA gostaria que fosse avaliada a possibilidade de incluir como lastro de operações dos certificados as dívidas contraídas para quitação de obrigações decorrentes do financiamento à produção agrícola, buscando, por exemplo, uma dívida de mais longo prazo em substituição a uma dívida curto prazo.

A proposta da ANBIMA é bastante ampla e pode contemplar diversas situações. Nesse sentido, vale dizer que o negócio jurídico que originou os direitos creditórios deve ser decorrente de negócios realizados entre produtores rurais, ou suas cooperativas, e terceiros, o que não fica claro na hipótese trazida pela associação. Desse modo, a sugestão não foi acatada.

2.3. Definição de comercialização de produtos agropecuários (art. 3º, § 1º)

ANDAV, CFA e ECO propõem incluir os insumos agropecuários no § 1º, que define o que se entende como comercialização de produtos agropecuários.

Tozzini sugere a inclusão das atividades de comercialização de insumos agropecuários ou de máquinas e implementos utilizados na atividade agropecuária, além da atividade de revenda, no rol de negócios originadores de direitos creditórios do agronegócio.

Benzecry sugere que o § 1º do art. 3º seja alterado e os §§ 2º e 3º excluídos, visando definir “comercialização” por caráter exemplificativo. O participante entende que não cabe à CVM fixar o conceito de “comercialização” ou estabelecer que a norma só se aplica aos produtos **in natura**, já que o próprio legislador optou por não conceituar ou restringir esses termos.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares – Centro – Rio de Janeiro - RJ – CEP: 20050-901 – Brasil
Tel.: (21) 3554-8686 - www.cvm.gov.br

O participante entende que cabe aos envolvidos na oferta avaliar, a partir dos elementos fáticos e análise dos documentos existentes, a adequação aos requisitos pela Lei nº 11.076, de 2004, restando à CVM exercer seu poder de fiscalização e punição quando entender necessário.

A CVM compreende que não há controvérsia no enquadramento legal da operação quando se tratam dos incisos II e III do art. 3º. As situações que caem em zonas cinzentas e passíveis de interpretações divergentes são as que envolvem especificamente a comercialização de produtos agropecuários, em função da dificuldade de limitar até que estágio de transformação ainda se trata de um produto considerado como agropecuário.

Sobre o comentário do Benzecry, de fato, a restrição do conceito de comercialização aos produtos **in natura** não está na Lei. Porém, a regulamentação da CVM tem o propósito de detalhar como se dará a aplicação da lei e, nesse sentido, a conceituação dos termos expressos na lei ou a estipulação de condições de sua aplicação estão na esfera da regulamentação no contexto das ofertas públicas.

O § 1º busca eliminar a insegurança jurídica na interpretação do dispositivo legal, limitando, para os certificados ofertados publicamente, a extensão da comercialização, no que se refere ao inciso I, aos produtos **in natura**, isto é, àqueles que estão nas primeiras fases de sua transformação, seja pelo seu beneficiamento ou industrialização.

A CVM trouxe essa limitação em função do alcance mais amplo que o CRA por destinação (dívida corporativa) pode ter, o que poderia desvirtuar os objetivos da criação do certificado. Sem essa limitação, poderia ser permitido que um emissor de dívida corporativa destinasse os recursos captados para a compra de produtos industrializados nas suas fases mais elaboradas, simplesmente pelo fato de que há um produto agropecuário a partir do qual o produto comercializado se deriva.

Assim, as sugestões não foram aceitas.

A CVM decidiu também excluir a atividade de importação do rol de comercialização de produto agropecuário, uma vez que o propósito do CRA é financiar a produção rural nacional e não a estrangeira.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares – Centro – Rio de Janeiro - RJ – CEP: 20050-901 – Brasil
Tel.: (21) 3554-8686 - www.cvm.gov.br

2.4. Definição de produto agropecuário in natura (art. 3º, § 2º)

B3 questiona se a definição trazida pela Minuta teria a intenção de restringir o rol de relações permitidas para originação de direitos creditórios vinculados a CRA, particularmente as práticas atualmente adotadas e amplamente aceitas para fins de composição de direitos creditórios vinculados a CRA, como direitos creditórios relacionados às indústrias sucroalcooleiras, têxtil e de papel e celulose, que, consoante definição trazida pela Minuta, na visão da participante, não estariam aptas a originar direitos creditórios passíveis de vinculação a CRA.

Cascione Pulino propõe a inclusão, no rol exemplificativo, 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.

A norma busca especificar o rol de situações que ensejariam, no contexto de uma comercialização, relações permitidas para originação de direitos creditórios vinculados ao CRA.

Sem que fossem especificadas quais atividades relacionadas às indústrias sucroalcooleiras, têxtil e de papel e celulose a B3 se refere, não foi possível responder precisamente à questão. Porém, o etanol, da indústria sucroalcooleira, por exemplo, está contido na definição de produto agropecuário, pois se entende que sua industrialização é rudimentar, a destilação.

Além disso, todas as ofertas públicas registradas de CRA já realizadas também estariam aprovadas considerando essa definição. Então, não há a intenção de restringir práticas já regularmente adotadas.

No que se refere à proposta de incluir expressamente o bagaço, a CVM entende que ele já está contido no § 4º do art. 3º.

Pedro Cafaro sugere prever que a determinação de que o beneficiamento foi “primário” ou de que a industrialização foi “rudimentar” tenha que ser atestada em parecer de engenheiro agrônomo devidamente habilitado. Sugere, ainda, que o procedimento de beneficiamento de látex seja incluído no rol exemplificativo de atividades de “beneficiamento primário”.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares – Centro – Rio de Janeiro - RJ – CEP: 20050-901 – Brasil
Tel.: (21) 3554-8686 - www.cvm.gov.br

Além disso, entende que o beneficiamento primário pode ser realizado por terceiro que não o próprio produtor rural e que não se justifica impedir a utilização de produto objeto de beneficiamento primário apenas porque o produtor rural não o realiza diretamente.

Tozzini e VBSO também propõem que o beneficiamento e a industrialização descritos nos incisos I e II do § 2º possam ser realizados por terceiros, já que as características originais dos produtos não seriam alteradas independentemente de quem realiza o processo.

A CVM considera que o enquadramento do beneficiamento como primário ou da industrialização como rudimentar é uma obrigação do cedente e que cabe a todos os envolvidos na oferta se certificarem que tal condição esteja sendo cumprida, não sendo necessário um comando normativo que determine a contratação de um terceiro para realizar tal verificação.

Sobre a sugestão de inclusão do látex, a CVM esclarece que o látex está abarcado pelo conceito de beneficiamento primário, mas não entendeu necessário incluí-lo no rol exemplificativo.

As definições de produto agropecuário **in natura**, beneficiamento e industrialização rudimentar estão relacionadas à sua comercialização pelo próprio produtor rural. Dessa forma, se o produto já foi comercializado a terceiros para a realização do beneficiamento ou de industrialização rudimentar, sua próxima comercialização já não incluiria o produtor rural como parte, impossibilitando que tal negócio pudesse originar direitos creditórios passíveis de serem usados como lastro de CRA segundo a definição legal do produto.

Se o beneficiamento ou a industrialização forem executados como um serviço prestado por terceiros, sem a negociação do produto, sua comercialização posterior pelo produtor rural ainda serviria de base para originação de direitos creditórios passíveis de serem usados como lastro de CRA.

Dessa forma, as sugestões do Tozzini e do VBSO não foram consideradas procedentes.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares – Centro – Rio de Janeiro - RJ – CEP: 20050-901 – Brasil
Tel.: (21) 3554-8686 - www.cvm.gov.br

2.5. Tipo de direito creditório (art. 3º, § 4º) (atual § 5º)

2.5.1. Securitização tradicional (inciso I)

ANBIMA sugere incluir no inciso I do § 4º do art. 3º a expressão “devedores finais ou vinculados” para que possa englobar os CDCA constituídos por outros direitos creditórios que tenham como devedor produtores rurais.

PMKA sugere adicionar ao final do inciso I do § 4º do art. 3º o trecho “*independente da destinação dos recursos a ser dada pelo devedor ou pelo cedente*”, para evitar dúvidas no caso de emissões de dívidas corporativas por produtores rurais, exigindo inadequadamente que o produtor aplique tais recursos em atividades específicas, e não atendendo ao objetivo da norma.

Tozzini sugere incluir os terceiros mencionados no **caput** do art. 3º entre os cedentes ou devedores dos direitos creditórios citados no inciso I do § 4º, dado que a intenção da utilização do CRA como instrumento de fomento da cadeia do agronegócio não se limita a destinar os recursos de suas emissões apenas aos produtores rurais ou suas cooperativas, mas, também, a quaisquer terceiros relacionados com a produção, a comercialização, o beneficiamento ou a industrialização de produtos agropecuários, insumos agropecuários ou máquinas e implementos utilizados na atividade agropecuária.

As sugestões da ANBIMA e do PMKA foram consideradas pertinentes e a redação final foi alterada. A sugestão do Tozzini não foi acatada, conforme resposta ao item 2.2.

2.5.2. CRA por destinação (inciso II)

ABRASCA propõe uma alteração na redação do inciso II do § 4º do art. 3º, visando contemplar também a contratação de dívidas corporativas formalizadas por meio de outros instrumentos, uma vez que nem toda dívida é representada por título ou valor mobiliário.

Argumenta ainda que outros instrumentos também deveriam ser considerados como lastro de CRA, desde que os recursos captados por meio da oferta de CRA sejam destinados integralmente e diretamente à realização de negócios com produtores rurais ou suas cooperativas. Nesse caso, a destinação dos recursos deve ser comprovada nos mesmos termos do § 6º do artigo em questão e verificada pelo agente fiduciário.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares – Centro – Rio de Janeiro - RJ – CEP: 20050-901 – Brasil
Tel.: (21) 3554-8686 - www.cvm.gov.br

Stocche Forbes entende que a redação do inciso II do § 4º do art. 3º acaba sendo indevidamente restritiva ao mencionar “dívidas corporativas emitidas pelos terceiros”. Assim, para evitar quaisquer dúvidas sobre a possibilidade de lastrear CRA em créditos decorrentes, por exemplo, de contratos de empréstimo ou financiamento, sugere a inclusão do termo “contraídas”.

A CVM não considerou os comentários procedentes, uma vez que as dívidas contraídas pelos terceiros decorrentes dos negócios realizados com produtores rurais, ou suas cooperativas, e terceiros são direitos creditórios na perspectiva dos produtores rurais e não dos terceiros.

Assim, nesse caso, o inciso II trata necessariamente de uma emissão de um título de dívida, na modalidade de CRA por destinação, em que o emissor da debênture – e titular da dívida – deverá angariar os recursos e canalizá-los para o pagamento dos produtos agropecuários adquiridos junto aos produtores rurais.

CFA sugere incluir no inciso II, como equiparado ao produtor rural, outros participantes da cadeia do agronegócio. Navarro sugere que complementarmente ao inciso II do § 4º do art. 3º seja esclarecido que o CRA poderá ser vinculado a direitos creditórios originados por terceiros que não estejam diretamente ligados à produção rural, desde que os recursos obtidos por seu emissor sejam exclusivamente utilizados para o pagamento ao produtor rural ou de suas cooperativas, na aquisição de produtos agropecuários.

PMKA solicita que seja incluído um inciso III no § 4º do art. 3º para permitir que qualquer negócio jurídico, não apenas as dívidas corporativas, possa ser vinculado a uma emissão de CRA. Assim, seria possível a cessão de direitos creditórios de negócios entre terceiros com a necessária vinculação dos recursos dessa cessão para o pagamento de produto agrícola adquirido em negócio entre o cedente e o produtor rural.

A aceitação da proposta do CFA significaria que a destinação de recursos não seria canalizada para o pagamento das obrigações decorrentes de negócios realizados entre terceiros e produtores rurais, mas sim entre terceiros e outros participantes da cadeia do agronegócio.

Nesse contexto, vale ressaltar que a modalidade de CRA por destinação já decorre de uma interpretação da lei que ampliou as possibilidades de constituição dos lastros do CRA ofertados



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares – Centro – Rio de Janeiro - RJ – CEP: 20050-901 – Brasil
Tel.: (21) 3554-8686 - www.cvm.gov.br

publicamente. Porém, a existência de uma relação comercial direta com produtores rurais serve de garantia que o instrumento tem o seu propósito legal atendido.

A CVM entende que a cessão de direitos creditórios de negócios entre terceiros significaria, na prática, que o lastro não seria de direitos creditórios originários de negócios realizados entre produtores rurais, ou suas cooperativas, e terceiros, o que parece não ser aderente ao texto legal, ainda que a destinação dos recursos seja para pagamento de outro negócio com o produtor rural.

Conforme comentado no item 2.2, o § 1º do art. 23 da Lei nº 11.076, de 30 de dezembro de 2004, determina expressamente que os CRA devem ser vinculados a direitos creditórios “*originários de negócios realizados entre produtores rurais, ou suas cooperativas, e terceiros*”, impossibilitando, no entender da CVM, a interpretação da possibilidade de inclusão de operações que não envolvam o produtor rural ou suas cooperativas **diretamente**, exceto quando se tratar do distribuidor.

Além disso, a mera destinação dos recursos captados na emissão dos CRA não é suficiente para se preencher o enquadramento legal, sendo necessária a vinculação a uma relação comercial existente com o produtor rural. Sendo assim, as propostas não foram acatadas.

2.5.3. Emissão de dívida pelo próprio produtor rural (inciso III)

UNICA sugere “*a inclusão de inciso que esclareça que em caso de devedor do direito creditório do agronegócio, formalizado por meio de dívida corporativa, não haveria necessidade de comprovação de destinação de recursos, vez que a estrutura de securitização já estaria fomentando o produtor rural e o setor do agronegócio*”.

O comentário do participante é pertinente e foi acatado. De fato, nada impede que um produtor possa se financiar, como permitido na Lei, por meio da emissão de dívida corporativa e, nesse caso, não haveria discussão sobre a destinação dos recursos para o produtor rural. Assim, foi acrescentado um novo inciso III ao § 4º, bem como o § 9º que estabelece as condições para que tal emissão possa ocorrer.

2.6. Destinação dos recursos (art. 3º, §§ 5º e 6º) (atuais §§ 6º e 7º)

B3 gostaria de confirmar se o dispositivo que permite que os direitos creditórios do agronegócio constituídos como lastro do CRA possam ser subscritos diretamente pela companhia securitizadora, sem



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares – Centro – Rio de Janeiro - RJ – CEP: 20050-901 – Brasil
Tel.: (21) 3554-8686 - www.cvm.gov.br

a necessidade de cessão por terceiros, visa somente formalizar práticas adotadas pelas companhias securitizadoras, tanto com relação à emissão de CRA, como de certificados de recebíveis imobiliários (CRI).

PMKA, por sua vez, sugere reconhecer que a securitizadora possa originar diretamente lastros que não necessariamente são dívidas corporativas passíveis de serem subscritas. O participante argumenta que a Lei nº 11.076, de 2004, menciona a possibilidade de empréstimos e entende que nada impede que a securitizadora efetue um empréstimo a um produtor rural e vincule esse crédito a um CRA.

A Lei nº 9.514, de 1997, que regulamenta o Certificado de Recebíveis Imobiliários, determina que no termo de securitização conste a indicação do ato pelo qual o crédito objeto da securitização foi cedido. A Instrução CVM nº 414, de 30 de dezembro de 2004, que regulamenta a oferta pública de distribuição de CRI e que vem sendo utilizada para regular as ofertas de CRA, na mesma linha, trata da cessão do direito creditório, em princípio já subscrito, não permitindo a subscrição direta pelas securitizadoras.

Assim, a subscrição direta de direitos creditórios pelas securitizadoras não era aceita, sendo uma novidade da Minuta, e tem por objetivo atender a um pleito das companhias securitizadoras no sentido de simplificar a estruturação do produto e diminuir o custo de observância, exclusivamente para CRA, já que não existe a mesma limitação na Lei nº 11.076, de 2004.

A sugestão do PMKA não foi acatada, pois a exceção do § 5º foi pensada para a modalidade de CRA por destinação. Ademais, não caberia à securitizadora realizar, ela própria, uma operação de empréstimo para o produtor rural, pois, nesse caso, não se trataria de uma operação de securitização, mas da própria concessão de crédito.

ANDAV, CFA e ECO propõem incluir no § 6º do art. 3º a possibilidade de destinação indireta de recursos a produtores rurais. CFA argumenta que é necessário especificar que os recursos da dívida podem ser destinados a outros participantes da cadeia do agronegócio, desde que esse esteja utilizando esses recursos para financiar uma atividade cujo fim seja o financiamento de um produtor rural.

Os participantes desejam permitir que a destinação de recursos não seja canalizada para o pagamento das obrigações decorrentes de negócios realizados entre terceiros e produtores rurais, mas



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares – Centro – Rio de Janeiro - RJ – CEP: 20050-901 – Brasil
Tel.: (21) 3554-8686 - www.cvm.gov.br

sim entre terceiros e outros participantes da cadeia do agronegócio, com o pressuposto que os recursos beneficiarão, indiretamente, os produtores rurais.

Nesse contexto, vale ressaltar que a modalidade de CRA por destinação já decorre de uma interpretação da lei que ampliou as possibilidades de constituição dos lastros do CRA ofertados publicamente. Porém, a existência de uma relação comercial direta com produtores rurais serve de garantia que o instrumento tenha o seu propósito legal atendido.

Assim, a sugestão não foi acatada.

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, Souza Cescon discorda que se trata de um mesmo negócio jurídico, que poderia, em tese, ser securitizado duas vezes.

O participante argumenta que a emissão da debênture é um negócio jurídico autônomo, completamente distinto da operação de compra de produtos do agronegócio ao qual está vinculada. Assim, 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.

Na opinião da Uqbar, distintas emissões que derivem de um mesmo negócio jurídico apresentam um nível significativo de risco, tendo em vista que o risco de crédito de ambas as operações é o mesmo, oriundo de coincidente lastro original. Isso acarretaria questionamentos, por exemplo, sobre a prioridade de recebimento em caso de situação de estresse, entre outros. Assim, a Uqbar sugere a vedação da possibilidade do mesmo negócio jurídico servir de base para emissões distintas.

Sobre esse ponto, a CVM entendeu que não deve, nesse momento, prever qualquer vedação específica para que um mesmo negócio jurídico, entre o produtor rural e um terceiro, sirva de base para duas emissões distintas de CRA, uma com lastro em recebíveis cedidos pelo produtor rural e outra com lastro em dívida corporativa de emissão de terceiro vinculado àquele negócio com o produtor rural, podendo avaliar medidas alternativas, no futuro, caso identifique riscos associados a essas emissões.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares – Centro – Rio de Janeiro - RJ – CEP: 20050-901 – Brasil
Tel.: (21) 3554-8686 - www.cvm.gov.br

2.7. Comprovação de destinação (art. 3º, § 7º) (atual § 8º)

ANDAV propõe incluir no § 7º do art. 3º, como comprovante da destinação de recursos, além de contrato vigente, a expressão “título e/ou outro valor mobiliário”. O CFA propõe substituir a expressão “contrato vigente” por “documento vigente”.

Cascione Pulino propõe que a comprovação da destinação de recursos possa 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.

A CVM concorda parcialmente com as propostas da ANDAV, CFA e Cascione Pulino e a versão final da norma foi ajustada em linha com a sugestão dos participantes.

ANBIMA sugere alterações no § 7º do art. 3º a fim de esclarecer que: (i) é responsabilidade do devedor comprovar a destinação dos recursos; (ii) o agente fiduciário realizará a verificação de tal destinação na forma prevista no termo de securitização e; (iii) os documentos a serem encaminhados para verificação devem incluir, além dos contratos, notas fiscais, faturas, duplicatas, entre outros instrumentos vinculados ao produtor rural.

Adicionalmente, espera que seja ratificado o entendimento de que montante compatível significa que poderá ser igual ou superior ao do certificado, uma vez que há emissões com sobrecolaterização e prazo compatível significa que poderá ser igual ou inferior ao do certificado, considerando estruturas com revolvência do lastro.

A CVM esclarece que a função do agente fiduciário, neste caso, é verificar semestralmente a documentação de comprovação da destinação de recursos. Também esclarece que não cabe, na destinação de recursos de direitos creditórios constituídos por dívida corporativa, falar em sobrecolaterização e revolvência, mas ratifica o entendimento de que o montante dos direitos creditórios pode ser igual ou superior ao do certificado e que prazo compatível significa que o prazo dos direitos creditórios deve ser igual ou inferior ao do certificado.

ABRASCA sugere que no § 7º do art. 3º devem ser admitidas quaisquer operações contratadas durante o prazo de duração do CRA, sob a justificativa de que nem todos os negócios entre produtores rurais e terceiros são formalizados em contratos de longo prazo, sendo comuns negócios pontuais.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares – Centro – Rio de Janeiro - RJ – CEP: 20050-901 – Brasil
Tel.: (21) 3554-8686 - www.cvm.gov.br

Além disso, entende que a verificação da destinação dos recursos captados por meio de CRA deve ser realizada em periodicidade maior, como semestralmente, pois deve-se levar em conta a sazonalidade inerente às atividades do agronegócio, o que pode afetar a comercialização de produtos em toda a cadeia do agronegócio.

UNICA sugere que a destinação de recursos seja comprovada durante o prazo de duração do CRA e seja verificada semestralmente.

Stocche Forbes destaca que, para fins de comprovação da destinação dos recursos captados por meio dos CRA, devem ser admitidas quaisquer operações contratadas durante o prazo de duração do CRA (e não apenas aquelas existentes no momento da emissão do CRA).

PMKA recomenda, ainda, eliminar a necessidade de apresentação prévia de contrato, devendo ser incluída a obrigação de destinação dos recursos aos produtores rurais no referido instrumento de emissão ou de cessão.

Souza Cescon entende que a Minuta vai além do desejável ao exigir que a destinação dos recursos seja comprovada por meio de contrato vigente, em montantes e prazos compatíveis com os da emissão. O participante alega que 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.

Para o escritório, a 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. Assim, sugere a exclusão do termo existente no inciso II do § 4º do art. 3º.

A modalidade de CRA por destinação exige que o montante captado esteja vinculado ao pagamento de obrigações decorrentes de negócios realizados com produtores rurais. É por esse motivo que a regra determina, no § 7º, que a emissão tenha montantes e prazos compatíveis com os negócios já ajustados entre o terceiro emissor da dívida e o produtor rural.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares – Centro – Rio de Janeiro - RJ – CEP: 20050-901 – Brasil
Tel.: (21) 3554-8686 - www.cvm.gov.br

A ausência dessa relação pré-existente impossibilitaria a determinação do volume a ser captado na emissão. Ademais, a não ocorrência de negócios nos montantes históricos observados no passado geraria uma situação de impossível reparação, configurando, nesse caso, uma emissão sem o respectivo lastro.

Nesse sentido, não bastaria a comprovação posterior, sendo necessária a vinculação a uma relação comercial existente e, portanto, as sugestões não foram aceitas.

Com relação ao prazo de verificação, a CVM acatou as sugestões ao avaliar que o prazo semestral não traz riscos à integridade do produto e busca diminuir os custos de sua emissão.

Tozzini solicita a inclusão de comprovantes fiscais ou títulos de crédito emitidos em decorrência das transações entre eles realizadas, como comprovantes da destinação de recursos.

UNICA também sugere a comprovação por meio de nota fiscal, comprovante de pagamento ou qualquer outro instrumento que evidencie a relação comercial.

O § 7º trata da comprovação da destinação de recursos para efeito da vinculação ao produtor rural, no momento da emissão do CRA, no caso do CRA por destinação, com verificação de cumprimento semestral. Nesse caso, a comprovação de um negócio quitado anteriormente à emissão do CRA não serve como comprovação da destinação de recursos.

Uqbar observa que uma parcela dos emissores de debêntures que compõe lastro de operações de CRA mantém relação apenas tangencial com o produtor rural e, assim, o fluxo de pagamentos não se relaciona diretamente ao risco específico do setor do agronegócio. Considera que as verificações regulares poderiam mitigar o risco de que os CRA se desvirtuem de seu objetivo, contudo, o ideal seria que os recursos desse financiamento fossem usados diretamente para pagar os produtores rurais de uma única vez. Uma hipótese alternativa seria o bloqueio dos recursos em uma conta que somente poderia ser manuseada pelo agente fiduciário, para o pagamento dos produtores rurais.

A proposta da Uqbar de pagamento único não se coaduna com entendimento da CVM que autorizou, como lastro de CRA, a emissão de dívida corporativa vinculada a pagamento de compras futuras já contratadas. Assim, a alteração proposta não foi acatada.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares – Centro – Rio de Janeiro - RJ – CEP: 20050-901 – Brasil
Tel.: (21) 3554-8686 - www.cvm.gov.br

2.8. Operações para reembolso

ANBIMA gostaria que fosse avaliada a possibilidade de incluir como lastro de operações dos certificados as dívidas contraídas cuja destinação dos recursos seja para reembolso de investimentos agrícolas realizados em prazo anterior à emissão do CRA.

A associação entende ser razoável estipular um prazo, podendo, por exemplo, ser feita uma analogia com a Lei nº 12.431, de 2011, que trata de debêntures de infraestrutura, cujo prazo para retroagir contempla os investimentos realizados nos 24 meses anteriores à data do encerramento da oferta pública. Esse procedimento previsto pela Lei nº 12.431, de 2011, é inclusive aplicável às ofertas públicas de CRI.

Cantidiano sugere que seja expressamente autorizada a destinação de recursos captados por meio de dívida utilizada como lastro de CRA para o reembolso de despesas já incorridas, desde que despendidas com os negócios de que trata o **caput** do art. 3º, e previsto um prazo que evite o desvirtuamento do mecanismo.

O participante argumenta que uma importante vantagem da admissibilidade da estrutura de reembolso refere-se à eliminação do risco de aplicação inadequada de recursos captados, pois no momento da emissão já haveria a comprovação concreta de que os recursos captados por meio de financiamento foram efetivamente aplicados da forma correta e tal como informada ao mercado.

Destaca, ainda, que a Lei nº 12.431, de 2011, estabeleceu um regime tributário privilegiado para ativos e instrumentos financeiros destinados a investimentos em infraestrutura, fazendo menção a estrutura de reembolso em operações de CRI e que não haveria porque o reembolso não ser possível também para CRA.

PMKA sugere que a Minuta permita operações com vistas ao reembolso de custos incorridos pelos participantes do CRA. O reembolso permitiria que o produtor rural, por exemplo, recuperasse imediatamente parte do capital próprio investido no negócio.

A CVM consegue enxergar o racional da proposta, mas entende que há diferenças relevantes quando se compara esse instituto no contexto do CRI e do CRA. Inicialmente, cabe pontuar que os CRI emitidos sob a égide da Lei nº 12.431, de 2011, estão vinculados ao financiamento de um projeto imobiliário na área de infraestrutura ou de produção econômica intensiva em pesquisa, desenvolvimento e inovação.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares – Centro – Rio de Janeiro - RJ – CEP: 20050-901 – Brasil
Tel.: (21) 3554-8686 - www.cvm.gov.br

Tais empreendimentos, por sua natureza física, são facilmente verificáveis, tornando o reembolso uma operação muito mais simples. Outra característica de tais projetos é que eles têm um escopo formalmente aprovado por um Ministério, que concede o rótulo necessário para o enquadramento legal para a utilização do benefício fiscal.

É comum, ainda, que antes da estruturação da emissão da debênture, alguns gastos vinculados ao projeto já tenham sido efetuados, sendo possível que tais recursos sejam reembolsados.

No contexto de um CRA, por outro lado, não há um projeto, um prédio ou uma instalação que comprove que determinado montante financeiro foi alocado para sua construção. O produto agrícola é fungível e o reembolso de despesas já incorridas não traz a mesma lógica.

Em função disso, as sugestões não foram acatadas.

2.9. Derivativos (art. 4º)

ABAG e SRB sugerem que o artigo 4º da Minuta seja excluído, sob a justificativa de que não há necessidade de se falar no uso dos recursos para operação de **hedge**, operação de natureza comercial comum às operações de compra de commodities agrícolas em mercado futuro e de balcão organizado. Apenas operações de swap de moeda poderiam ser consideradas com fim ao disposto na redação da Minuta.

Não ficou clara a manifestação, contudo a CVM esclarece que a operação de hedge é comumente usada para compatibilizar a variação do lastro com a rentabilidade do CRA. O objetivo da CVM com a limitação da utilização de operações com derivativos é proibir a exposição desnecessária. Assim, as sugestões não foram acatadas.

ANBIMA, entendendo que o que se buscou no art. 4º foi limitar a utilização dos recursos do patrimônio separado da emissão do CRA em operações com derivativos de forma a não expor os investidores a um risco não associado ao agronegócio ou à estrutura da operação, sugere um ajuste redacional, de forma a ficar mais claro que se tratam dos recursos do patrimônio separado.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares – Centro – Rio de Janeiro - RJ – CEP: 20050-901 – Brasil
Tel.: (21) 3554-8686 - www.cvm.gov.br

B3 sugere ajuste na redação proposta pela Minuta, a fim de esclarecer que cumpre à companhia securitizadora registrar em conta específica, aberta em nome do patrimônio separado, os derivativos referidos no **caput** do mesmo artigo.

Sugere também a inclusão de regra permitindo a utilização dos recursos provenientes dos direitos creditórios do agronegócio para fins de composição de margem de garantia, nos casos em que os derivativos sejam liquidados por meio de entidade que se interponha como contraparte central garantidora.

A CVM concorda parcialmente com as observações da ANBIMA e, em função disso, a redação final do art. 4º foi alterada em linha com as sugestões. A sugestão da B3 já está contida no parágrafo único do art. 4º. A CVM não entendeu ser necessário a previsão da utilização dos recursos para fins de composição de margem, pois ela é inerente às operações com derivativos e portanto, já está contemplada.

2.10. Recebimento de recursos em conta vinculada (art. 5º)

PMKA sugere que a regra constante do art. 5º seja aplicável somente para os CRA que devem ser registrados na CVM, porque nem sempre é possível exigir que os devedores dos direitos creditórios paguem na conta da securitizadora.

O depósito dos recursos oriundos dos direitos creditórios em conta corrente exclusiva da emissão procura não trazer novos riscos relacionados ao cedente para operação, independente do público-alvo.

Excepcionalmente, na impossibilidade dos pagamentos serem efetuados diretamente ao credor, representado pela securitizadora, eles podem ser feitos em conta **escrow**, conforme previsão expressa do § 1º. Logo, a sugestão não foi acatada.

2.11. Denominação dos CRA (art. 6º)

Em uma operação de securitização, a partir da cessão definitiva de direitos creditórios do cedente para a entidade emissora, são os investidores dos títulos de securitização que passam a incorrer nos riscos e benefícios dos direitos creditórios cedidos. A Uqbar entende que a proposta de denominar o certificado



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares – Centro – Rio de Janeiro - RJ – CEP: 20050-901 – Brasil
Tel.: (21) 3554-8686 - www.cvm.gov.br

com a identidade do cedente, no caso de operações de monocedentes, emitiria para o mercado o sinal contrário ao saudável entendimento do conceito de securitização.

O participante entende que, equivocadamente, o título de securitização permaneceria com sua imagem (risco) atrelada à figura do cedente. Mesmo entendendo que várias operações de CRA têm coobrigação do cedente, a Uqbar propõe a exclusão do inciso II, pelo grande potencial de geração de equívoco que representaria.

Na opinião da SRB, a identificação do nome do cedente não é um indicativo de risco do CRA e poderá induzir os investidores a erro. Desse modo, entende inapropriada a previsão.

Os comentários dos participantes são parcialmente procedentes. Contudo, é comum o uso da denominação do cedente em ativos securitizados por considerar-se o ramo de negócio e a política de crédito do cedente como **proxys** razoáveis do risco de crédito do título. Não obstante, com base nos comentários recebido, a CVM optou por alterar a redação do art. 6º para melhor definir como se deve dar a denominação prevista no inciso II.

ANBIMA propõe o esclarecimento nos incisos I e II de que as identificações referem-se ao devedor do lastro e ao cedente do lastro, e não ao devedor ou cedente do CRA. Também solicita a substituição do termo diversificado por pulverizado que já vem sendo utilizado pelo mercado.

Para o CFA, quando houver devedor único, além de sua indicação, deve também ser incluída a indicação de cedente único ou diversificado, em caso de cedente de controle diverso. Da mesma forma, no caso de cedente único, além de sua indicação, deve ser incluída a identificação de devedor único ou em caso de devedor de controle diverso, diversificado, possibilitando uma maior especificidade sobre a denominação do CRA e deixando mais claro o risco incorrido ao investidor.

B3 propõe que a denominação do certificado esteja apenas no termo de securitização.

Primeiramente, a CVM confirma que as identificações referem-se ao devedor do lastro e ao cedente do lastro. Também considera que não existe a necessidade de esclarecimento na regra, uma vez que o devedor do lastro é o mesmo devedor do CRA e que não há de se falar em cedente do CRA.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares – Centro – Rio de Janeiro - RJ – CEP: 20050-901 – Brasil
Tel.: (21) 3554-8686 - www.cvm.gov.br

Ademais, não se considerou que o termo pulverizado seja o mais indicado para o inciso III. Por exemplo, para emissões com 2 ou 3 devedores e 2 ou 3 cedentes o termo pulverizado não seria adequado. Assim, a proposta de substituição de diversificado por pulverizado não foi acatada.

A CVM, atendendo comentário do CFA, esclarece que a denominação do devedor único deve se sobrepor a eventual cedente único e que incluir a denominação de devedor e cedente ao mesmo tempo pode gerar mais confusão do que esclarecimento. Foram feitos ajustes para deixar essa ordem de prioridade mais clara.

Em relação à sugestão da B3, entende-se que a denominação do CRA deve ser acessível nos sistemas de registro e negociação e, assim, não está restrita ao termo de securitização. Entretanto, nada impede a utilização de código para determinação do **ticker** nos sistemas de negociação. Dessa forma, não se entendeu necessário fazer as modificações sugeridas.

2.12. Revolvência

2.12.1. Definição e condições (art. 7º)

ABAG, SRB e UNICA sugerem que o art. 7º tenha sua redação alterada para permitir a substituição dos direitos creditórios vinculados ao CRA por novos direitos creditórios, sendo que estes poderiam, inclusive, apresentar prazo de vencimento diverso do CRA, desde que fossem suficientes para cobrir as obrigações de pagamento oriundas do CRA no momento da substituição.

Os participantes argumentam que deve ser considerada a sazonalidade do setor agrícola, sendo comum verificar-se a necessidade de substituição de lastro em operações de financiamentos. Tal substituição, segundo os participantes, já está prevista na Lei nº 11.076, de 2004, em relação ao CDCA e à LCA. Portanto, entendem que, diante dessas semelhanças estruturais com o CRA, faz sentido que a previsão que já existe para o CDCA e a LCA seja estendida. Além disso, sugerem que seja estipulado um prazo máximo para tal substituição.

ANBIMA propõe acrescentar os insumos agropecuários e as máquinas e implementos utilizados na atividade agropecuária entre as situações em que se permite a revolvência do lastro, compatibilizando, dessa forma, o conceito abrangido pelo art. 23, § 1º, da Lei nº 11.076, de 2004.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares – Centro – Rio de Janeiro - RJ – CEP: 20050-901 – Brasil
Tel.: (21) 3554-8686 - www.cvm.gov.br

Benzecry sugere a alteração do **caput** e do § 1º do art. 7º, argumentando ser dispensável que a possibilidade de revolvência fique associada ao ciclo dos produtos agropecuários originadores dos direitos creditórios do agronegócio, uma vez que a abordagem na Minuta acerca da possibilidade de revolvência constitui um avanço à viabilização de emissões de CRA com prazos maiores, ficando definido no que constitui a revolvência, bem como estabelecida a necessidade de previsão no termo de securitização dos critérios de elegibilidade para aquisição dos novos direitos creditórios do agronegócio.

Navarro sugere que seja permitida a revolvência por direitos creditórios do agronegócio de qualquer natureza.

B3 sugere que a revolvência não esteja limitada ao ciclo do produto agropecuário. Sugere, também que a revolvência possa ocorrer mais de uma vez.

Em relação aos comentários, cabe esclarecer que a revolvência do lastro do CRA só foi permitida em função dos ciclos de plantio, safra e produção agropecuários que, na maioria dos casos, possuem prazos inferiores aos adequados à emissão de um título como o CRA.

Os direitos creditórios associados aos produtos agropecuários usualmente têm prazos associados às suas safras. Esse conceito se estende de maneira clara aos insumos (sementes, fertilizantes, defensivos), que são normalmente adquiridos para cada safra. Nesse sentido, a norma passa a incluir expressamente os insumos no **caput** do art. 7º. A CVM entende que o mesmo racional não se aplica a máquinas e implementos, que podem ser utilizados em diversas safras.

Em relação ao comentário da B3, não há na Minuta limitação à ocorrência de mais de uma revolvência, desde que associada às safras do produto agropecuário.

Cascione Pulino sugere alterações no art. 7º da Minuta, para permitir que em operações em que for permitida a revolvência, a securitizadora também possa se valer do mesmo prazo para a conclusão da alocação dos recursos captados com a emissão dos CRA na aquisição dos direitos creditórios que os lastreiam, sendo respeitados os critérios de elegibilidade a serem previstos no termo de securitização.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares – Centro – Rio de Janeiro - RJ – CEP: 20050-901 – Brasil
Tel.: (21) 3554-8686 - www.cvm.gov.br

Uqbar sugere que o risco de pré-pagamento para os casos de CRA revolvendo esteja claro e destacadamente apontado ao investidor, de forma superior ao das operações de CRA tradicionais, uma vez que há a possibilidade, não desprezível, de que a carteira não seja renovada.

A proposta do Cascione Pulino significaria permitir a emissão de um CRA sem ter seu lastro de direitos creditórios definido. Como a Lei nº 11.076, de 2004, determina que do certificado deve constar a identificação do termo de securitização de direitos creditórios que lhe tenha dado origem, a aquisição e securitização dos direitos creditórios devem ser definidas anteriormente à emissão do CRA.

A CVM considera que as observações da Uqbar em relação aos riscos são corretas e esclarece que este e todos os outros fatores de risco, ou qualquer outra informação semelhante relevante, devem constar dos prospectos de oferta pública, documento que serve para informar ao investidor as condições da oferta e do valor mobiliário. Ademais, tal informação já consta do item 3.5 do Anexo III-A da Instrução CVM nº 400, de 2003. Dessa forma, as sugestões não foram acatadas.

2.12.2. Prazo de nova aquisição (art.7º § 2º)

ABRASCA sugere que seja permitido que o prazo máximo previsto no § 2º do artigo 7º possa ser renovado automaticamente, pelo menos uma vez, tendo em vista os custos envolvidos na estruturação de uma operação de CRA, além de conferir maior agilidade na alocação dos recursos captados por meio dos CRA quando houver maior oferta de direitos creditórios do agronegócio.

Navarro sugere a exclusão do § 2º por colidir 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.

Uqbar entende que a Minuta deixa a cargo do termo de securitização do CRA a definição do prazo para o recebimento de recursos e da nova aquisição de direitos creditórios. Isso poderia levar a uma situação em que o prazo de recomposição poderia ser arbitrário e dilatadamente definido. A participante sugere, então, que a própria CVM defina um prazo máximo no qual o lastro, baseado em um nível mínimo, deva ser recomposto.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares – Centro – Rio de Janeiro - RJ – CEP: 20050-901 – Brasil
Tel.: (21) 3554-8686 - www.cvm.gov.br

O prazo máximo previsto no § 2º do art. 7º está associado ao tempo decorrido entre o vencimento dos direitos creditórios de uma safra e à emissão dos direitos creditórios da safra seguinte.

A indicação para fixação do prazo no termo de securitização é importante e considera que serão avaliadas as condições e prazos para a emissão dos novos direitos creditórios em relação ao produto ou insumo rural específico nos quais se baseiam os direitos creditórios que lastreiam a operação.

Assim, as sugestões não foram acatadas.

2.12.3. Destinação temporária dos recursos (art. 7º § 5º)

ANBIMA propõe que os recursos disponíveis do patrimônio separado, provenientes do pagamento dos direitos creditórios, enquanto não utilizados para a aquisição de novos direitos creditórios também possam ser investidos em certificados e recibos de depósitos bancários com liquidez diária.

Na mesma linha, a B3 propõe que sejam aceitos títulos de renda fixa emitidos por instituições financeiras com liquidez diária.

A redação do § 5º do art. 7º da Minuta segue o mesmo princípio e está alinhada com o art. 24 da Instrução CVM nº 555, de 2014, que regula os fundos de investimento, para a aplicação de recursos disponíveis enquanto estes não forem direcionados para o objeto do fundo. Assim, as sugestões não foram acatadas.

2.12.4. Atualização do termo de securitização (art. 7º § 9º)

Souza Cescon acredita 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.

B3 sugere que a Minuta fixe o prazo para aditamento do termo de securitização.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares – Centro – Rio de Janeiro - RJ – CEP: 20050-901 – Brasil
Tel.: (21) 3554-8686 - www.cvm.gov.br

Sobre o comentário do Souza Cescon, o inciso II do art. 22 da Minuta já dispensa de aprovação pela assembleia geral a alteração do termo de securitização resultante da aquisição de novos direitos creditórios.

A sugestão da B3 é pertinente e a versão final da norma foi ajustada na forma sugerida.

2.13. Classes de CRA

2.13.1. Divisões em séries e classes (art. 8º)

ANBIMA sugere que seja explicitado que a série subordinada poderá ter taxa de juros remuneratória flutuante, de forma a adequar a regulamentação ao procedimento adotado pelo mercado e em linha com o previsto no art. 37, inciso VII, da Lei nº 11.076, de 2004. Ainda, considerando a Decisão-Conjunta BCB-CVM nº 13, deve-se permitir que o prêmio tenha como base a variação da receita ou do lucro da companhia emissora.

A CVM esclarece que não há vedação para a possibilidade trazida pela participante. Contudo, não enxergou necessidade de explicitar tal entendimento, uma vez que está expressamente previsto em lei e já vem sendo aplicado pelo mercado.

2.13.2. Vinculação ao termo de securitização (art. 8º § 3º)

Reag lembra que é procedimento padrão, adotado pelas companhias securitizadoras do mercado, a utilização de uma emissão para vinculação de diversas e distintas séries de certificados de recebíveis imobiliários ou do agronegócio, cujo objetivo principal é a redução de gastos com a escrituração desses títulos de crédito, haja vista que os prestadores de serviço de escrituração cobram por emissão realizada.

Também afirma que para cada emissão de CRA será necessária a alteração de sua documentação societária para autorização de valores máximos específicos para cada emissão, gerando despesas com o registro de documentos na junta comercial estadual, publicações do ato em jornal, entre outras. Tal medida impactará no valor de emissão dos CRA. Desse modo, sugere que a redação do § 3º seja alterada de modo a permitir a vinculação de séries distintas à mesma emissão.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares – Centro – Rio de Janeiro - RJ – CEP: 20050-901 – Brasil
Tel.: (21) 3554-8686 - www.cvm.gov.br

A CVM deseja modificar os procedimentos atuais de vincular diversas séries com lastros distintos a uma única emissão.

Essa prática estava associada à proibição outrora existente na Lei nº 6.404, de 1976, de um mesmo agente fiduciário prestar serviço para mais de uma emissão de debêntures de um mesmo emissor, o que era estendido para emissões de CRI e CRA. Esta imposição foi revogada pela Lei nº 12.431, de 2011.

Assim, considera que a obrigação imposta no § 3º facilita a informação ao investidor, adotando o mesmo princípio das emissões dos demais valores mobiliários. Além disso, traz padronização, facilitando a comparabilidade e a transparência. Dessa forma, as sugestões não foram acatadas.

2.13.3. Obrigações das séries (art. 8º § 5º)

VBSO sugere alteração da redação do § 5º de modo a evitar dúvidas, propondo a especificação das características, direitos e obrigações de cada série no termo de securitização.

A sugestão foi acatada pela CVM como forma de dar mais clareza ao assunto e foi refletida na versão final da norma.

2.14. Termo de securitização

2.14.1. Informações mínimas (art. 9º)

ANBIMA sugere que a identificação do devedor, contida na alínea “a” do inciso I, seja somente para o devedor cuja exposição seja acima de 20% (vinte por cento) do lastro, pois a identificação de todos os devedores poderia se tornar impraticável se forem consideradas as emissões de CRA com lastros altamente pulverizados, bem como em emissões com a possibilidade de revolvência.

A associação entende que não há benefício ao investidor e que tal relação não é relevante para a avaliação do CRA e que poderá, ainda, ser modificada durante o prazo de vigência do CRA.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares – Centro – Rio de Janeiro - RJ – CEP: 20050-901 – Brasil
Tel.: (21) 3554-8686 - www.cvm.gov.br

O termo de securitização deve conter a indicação de todos os devedores dos direitos creditórios que constituem o lastro do CRA, conforme disposto no inciso I do art. 40 da Lei nº 11.076, de 2004. Assim, a sugestão de aplicar o inciso I, alínea “a”, apenas a devedores com exposição acima de 20% não foi acatada.

ABAG propõe que no inciso VIII do artigo 9º seja alterada a redação, tendo em vista que a contratação de derivativos deve ser facultativa, e não obrigatória, para as emissões de CRA.

Pede também que os incisos XIII e XIX sejam excluídos, sob a justificativa de que o conteúdo desses incisos já está coberto pelos incisos III e I, respectivamente, deste artigo, evitando assim a repetição e eventual confusão.

O inciso VIII do art. 9º não obriga a utilização de derivativos, mas apenas a definição antecipada da política de utilização de derivativos para que os eles possam ou não ser utilizados. Contudo, o comentário do participante fez a CVM alterar o dispositivo para incluir a expressão, “quando cabível”, de forma a deixar clara que tal política só é necessária quando prevista a utilização de derivativos.

A CVM acatou a proposta de exclusão do inciso XIII e transferiu para o inciso III as informações mais detalhadas contidas no inciso XIII.

Com relação à proposta de exclusão do inciso XIX, a CVM entende que, não obstante as informações possam ser diferentes, pois nem sempre os produtores rurais são os devedores dos direitos creditórios, esta informação não é imprescindível ao termo de securitização e, portanto, excluiu o inciso da versão final da norma.

Uqbar propõe que, para operações com emissão de títulos de classe distinta, refletindo a operacionalização desta característica essencial de uma operação de securitização, a nova norma exija que a definição desta ordem de pagamentos (“cascata de pagamentos”) esteja constante no termo de securitização.

Uqbar entende que o inciso XI carece de uma melhor definição. Propõe, então, que seja exigível pela norma a periodicidade mensal em relação à divulgação do “índice de subordinação” e que, para o



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares – Centro – Rio de Janeiro - RJ – CEP: 20050-901 – Brasil
Tel.: (21) 3554-8686 - www.cvm.gov.br

cálculo do índice, seja definido pela norma que deve ser considerado o desempenho da carteira de direitos creditórios lastro dos títulos, e não o preço unitário dos títulos.

As propostas do participante foram parcialmente acatadas. A redação do inciso VII do art. 9º foi alterada para incluir a informação da subordinação e ordem de pagamentos entre si de classes subordinadas mezanino.

O inciso XI do art. 9º trata do índice de subordinação no momento da emissão, que deve ser calculado sobre o valor global do certificado.

Em relação à sugestão de definição de uma periodicidade mensal, vale salientar que a indicação do índice faz parte do relatório previsto no Anexo 32-III à Instrução CVM nº 480, de 2009, que está sendo criado pelo art. 36 desta Minuta e que passa ser mensal.

Por fim, esclarece-se que o cálculo do índice de subordinação se dará na mesma forma que nos FIDC. Maiores detalhamentos dos itens do relatório mensal, incluindo a sua forma de cálculo, é tema a ser eventualmente estabelecido por Ofício-Circular emitido pela Superintendência de Relações com Investidores Institucionais – SIN.

SRB propõe a alteração do inciso XIV de modo a tornar facultativa a inclusão no termo de securitização da possibilidade de resgate dos certificados seniores aos investidores dissidentes.

A CVM considerou a sugestão pertinente e a redação da Minuta foi alterada para deixar essa situação mais clara.

2.14.2. Condições de substituição (art. 9º, parágrafo único)

ABAG solicita, no que é acompanhada pela B3 e pela SRB, a exclusão do parágrafo único, sob a justificativa de que a restrição das possibilidades de substituição de lastro restringiria diversas hipóteses de substituição utilizadas nas atuais operações de CRA, como a substituição de direitos creditórios para diminuição da concentração da carteira, em caso de inadimplência ou iminente inadimplência do devedor, assim como em caso de substituição de direitos creditórios sem garantia por direitos creditórios garantidos.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares – Centro – Rio de Janeiro - RJ – CEP: 20050-901 – Brasil
Tel.: (21) 3554-8686 - www.cvm.gov.br

ANBIMA sugere que seja incluída como hipóteses de substituição dos direitos creditórios a substituição de contratos que estejam inadimplentes por outros contratos adimplentes, de forma a manter o limite ou índice máximo de inadimplência a ser definido pelo termo de securitização.

Cascione Pulino entende 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.

ECO sugere que a possibilidade de substituição dos direitos creditórios seja estendida para qualquer caso, limitada à retenção de risco assumida pelo cedente ou terceiros na respectiva emissão, a qual não poderá ser destinada a investidores não qualificados. Argumenta que tal alteração é de extrema importância para a formalização de novas estruturas, em especial, aquelas junto a cedentes que atendem os pequenos e médios produtores rurais, visto que é interesse do cedente a manutenção de alguma ingerência sobre os lastros cedidos pós-emissão dos CRA.

Souza Cescon acredita que 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.

A CVM avaliou as manifestações e considerou adequado expandir os casos passíveis de substituição de direitos creditórios, incluindo aqueles advindos do nível de retenção de risco assumida pelo cedente ou terceiros na respectiva emissão, aqueles necessários para manutenção do teto de concentração de cedente ou de devedor, incluindo a substituição de créditos inadimplidos.

2.15. Encargos

2.15.1. Pagamento de despesas (art. 10)

ABAG, SRB e UNICA sugerem a alteração do **caput** do art. 10 por conta da grande variedade de estruturas que as operações de CRA podem comportar, sendo impossível prever todas as despesas que podem ser incorridas no âmbito da estrutura de cada emissão que poderão ser incluídas pela estrutura.

ABECIP sugere que ao art. 10 sejam acrescentados dois incisos, um com previsão para eventual necessidade de custos necessários na estruturação das emissões e previstos no termo de securitização, e outro versando sobre custos futuros, decorrentes de mudança na legislação.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares – Centro – Rio de Janeiro - RJ – CEP: 20050-901 – Brasil
Tel.: (21) 3554-8686 - www.cvm.gov.br

ANBIMA solicita diversos ajustes na redação dos incisos do art. 10 de modo a esclarecer e harmonizar as regras e também propõe a inclusão de despesas relacionadas ao exercício de direito de voto e com tarifas, emolumentos e comissões pagas.

B3 sugere a inclusão de contribuições às entidades registradoras e aos depositários centrais e de custos e despesas relacionados a atividade de formador de mercado.

CFA pede a inclusão de honorários de sucumbência e a supressão da exigência de ganho de causa para imputar o custo dos honorários no patrimônio separado, já que não é parte do escopo da operação de securitização fazer com que a securitizadora arque com uma decisão judicial desfavorável.

ECO e Grupo de Securitizadoras argumentam que considerando que, as emissões que são feitas com patrimônio separado e sem coobrigação da securitizadora, imputar responsabilidade própria à securitizadora no sentido de fazê-la arcar com custos do patrimônio separado, mesmo que temporariamente, desvirtua essa caracterização.

Assim, defendem que é a figura do patrimônio separado que deve arcar com todos os custos relacionados à defesa dos interesses dos titulares do certificado, independentemente de qual seja o resultado alcançado. Também, tendo em vista que o termo de securitização é o principal documento que rege os direitos e obrigações envolvidos na operação de securitização, consideram adequado que ele possa adicionar ou dar maior especificidade aos encargos que devem ser imputados ao patrimônio separado. Dessa forma, solicitam:

(i) alteração do inciso XIII do art. 10, com a devida supressão de que valores de honorários advocatícios e custas processuais correlatas somente são imputáveis ao patrimônio separado na hipótese de ganho de causa, bem como o esclarecimento de que os valores de honorários advocatícios dispostos na respectiva previsão incluem a prestação de assessoria de qualquer natureza, desde que inserida no âmbito da operação de securitização; e

(ii) a explicitação de que o termo de securitização poderá prever outros encargos próprios ao patrimônio separado, em consonância com a ideia subjacente ao respectivo parágrafo único. Primeiro, porque não existe justificativa plausível para que a companhia securitizadora corra o risco de arcar com o seu próprio patrimônio por uma decisão judicial ou administrativa desfavorável.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares – Centro – Rio de Janeiro - RJ – CEP: 20050-901 – Brasil
Tel.: (21) 3554-8686 - www.cvm.gov.br

Octante traz proposta na mesma linha.

Devido ao valor potencial que se pode agregar a uma operação através do robustecimento da prática da transparência, Uqbar entende que as despesas de divulgação de informação também deveriam estar inclusas no art. 10, viabilizando maior independência para a securitizadora decidir sobre a contratação de terceiros para a produção desta vital atividade para o desenvolvimento de mercado.

ABAG, SRB e UNICA propõem que seja excluído o trecho do parágrafo único que se refere à responsabilidade da securitizadora arcar com as despesas não previstas no dispositivo.

ABECIP sugere a alteração do parágrafo único, em que os outros custos não previstos, necessários ou exigíveis para a boa administração do patrimônio separado, possam ser cobertos com recursos do referido patrimônio, sujeita à aprovação posterior da assembleia anual de investidores e não de maneira prévia como previsto no dispositivo.

Benzecry propõe alteração no parágrafo único do art. 10 por entender ser importante a transparência quanto aos custos aos quais os investidores se sujeitam, em que além dos encargos elencados no referido artigo ou aprovados em assembleia dos titulares do CRA, poderão ser pagas com recursos da emissão ou do recebimento dos direitos creditórios do agronegócio quaisquer despesas previstas no CRA ou no termo de securitização.

Os comentários dos participantes levaram a CVM a reavaliar o art. 10 e transformar os seus incisos em um rol exemplificativo. Considerou-se pertinente alterar o **caput** e o parágrafo único de modo a: (i) não onerar injustificadamente a securitizadora; (ii) possibilitar a previsão no termo de securitização dos encargos próprios ao patrimônio separado, de acordo com a estrutura de cada operação; e (iii) possibilitar cobertura de outros custos não previstos, necessários ou exigíveis para a boa administração do patrimônio separado, sujeita à aprovação posterior da assembleia anual de investidores.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares – Centro – Rio de Janeiro - RJ – CEP: 20050-901 – Brasil
Tel.: (21) 3554-8686 - www.cvm.gov.br

2.16. Registro da oferta

2.16.1. Pedido de registro (art. 11. § 1º)

Stocche Forbes sugere que, nas hipóteses em que for constituído patrimônio separado, não seja 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.

A CVM vê méritos na proposta, mas entende que tais alterações devem ser feitas a partir de uma reforma mais ampla no regime das companhias securitizadoras. A CVM pretende iniciar em breve os estudos para uma nova regulação específica para elas e poderá, nessa ocasião, avaliar essa sugestão. Neste sentido, foi alterada a redação do § 2º.

2.16.2. Regime fiduciário (art. 11. § 2º, inciso I)

B3 sugere a exclusão do inciso I que obriga a constituição de patrimônio em separado, pois acredita que a inclusão de referida exigibilidade nesse dispositivo acabaria por reduzir as estruturas de CRA negociadas para investidores qualificados.

O patrimônio em separado é uma garantia de segregação de responsabilidade que traz mais segurança e previsibilidade para a securitização, sendo, portanto, mais adequado às ofertas registradas, que objetivam uma distribuição ampla e pulverizada dos certificados. Vale dizer que essa prática já é adotada pelo mercado na quase totalidade das emissões.

2.16.3. Liquidação financeira (art. 11. § 2º, inciso II)

ABAG, SRB, Tozzini e UNICA observam que o § 2º, inciso II, do artigo 11, deve ter sua redação alterada, sob a justificativa de que não deve haver restrição quanto à utilização de recebíveis com liquidação física, desde que ocorra sua monetização previamente ao vencimento. Considerando-se o interesse do mercado e forma de liquidação dos CRA, é essencial que eventual estrutura com recebíveis físicos contenha dispositivos que permitam a devida liquidação financeira.

Os CRA são certificados com liquidação exclusivamente financeira, constituindo título representativo de promessa de pagamento em dinheiro, conforme **caput** do art. 36 da Lei nº 11.076,



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares – Centro – Rio de Janeiro - RJ – CEP: 20050-901 – Brasil
Tel.: (21) 3554-8686 - www.cvm.gov.br

de 2004. Autorizar que seus lastros possam ser recebidos com liquidação física agregaria um risco não desejável de liquidez do produto rural ou um novo risco de crédito se houver garantia de monetização por um terceiro. A CVM não entende desejável que tais riscos estejam presentes em uma oferta registrada. Assim, as sugestões não foram acatadas.

2.16.4. Limite de exposição (art. 11. § 2º, inciso III)

ANBIMA sugere, com objetivo de alinhamento das normas de securitização de certificados de recebíveis, a inclusão de novo parágrafo possibilitando a emissão de CRA, com devedor ou coobrigado de sociedade empresarial, sem demonstração financeira arquivada na CVM, desde que seja para um público diferenciado de investidores, conforme já previsto nas ofertas públicas de CRI (Instrução CVM nº 414, §§ 4º e 5º do art. 5º).

A CVM considera que não há desalinhamento. Nas ofertas públicas de distribuição de CRA exclusivas para investidores profissionais, nos moldes das ofertas não registradas regidas pela Instrução CVM nº 476, de 2009, enquanto não admitidos à negociação, o devedor ou coobrigado de sociedade empresarial com exposição superior a 20% da emissão também podem ser dispensados do arquivamento na CVM e da elaboração de demonstrações financeiras nos moldes do § 3º do art. 11, em linha com a previsão da Instrução CVM nº 414.

Adicionalmente, a CVM optou por alterar a redação do item c, do inciso III, em linha com precedentes do Colegiado, de modo a permitir que outros tipos societários possam se beneficiar da exceção prevista no inciso III.

ABAG, SRB e UNICA propõem também a alteração da redação no inciso III, visando esclarecer que a limitação de 20% aplica-se ao valor agregado devido pelo devedor ou coobrigado e seu respectivo grupo econômico.

A sugestão é pertinente e a versão final da norma foi ajustada para tornar mais claro o entendimento de que a limitação aplica-se ao grupo econômico.

Considerando a peculiaridade do mercado, ABAG, SRB e UNICA pedem que apenas as participações diretas sejam consideradas para fins de apuração de concentração de até 20%.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares – Centro – Rio de Janeiro - RJ – CEP: 20050-901 – Brasil
Tel.: (21) 3554-8686 - www.cvm.gov.br

A sugestão não foi acatada, pois a CVM não considera que o objetivo de limitação de risco seja alcançado apenas considerando as participações diretas na concentração de 20%.

2.16.5. Classificação de risco (art. 11. § 6º)

ABAG e UNICA sugerem ainda a exclusão do trecho final do § 6º, alegando que não há exigência legal ou regulatória para que as ofertas sejam objeto de classificação de risco. Portanto, não caberia à CVM condicionar a oferta à emissão do relatório definitivo, sendo uma faculdade dos investidores decidirem sobre a sua exigência para a tomada de sua decisão de investimento.

A CVM esclarece que a classificação de risco não é obrigatória e a redação do dispositivo é clara em relação a esse ponto. Como é possível que o relatório provisório ou preliminar sobre a classificação de risco apresente diferença significativa em relação ao relatório definitivo, se a securitizadora decidir utilizar a classificação de risco, o registro da oferta somente será concedido com a apresentação do relatório definitivo. Assim, a sugestão não foi acatada.

2.17. Ofertas para investidores não qualificados

2.17.1. Condições para a oferta (art. 12)

2.17.1.1. Retenção substancial (art. 12, inciso I)

ABAG sugere que o primeiro inciso do art. 12 tenha sua redação alterada, sob a justificativa de que termos genéricos como “substancial” causam confusão na interpretação da norma.

CFA também considera que a utilização da expressão “substancial”, no inciso I, provoca dúvidas. O participante acredita que a referência às normas contábeis não ajuda, pois essas têm foco nas informações prestadas aos agentes e não na restrição de práticas ou redução de riscos. Propõe então que os incisos I e II sejam excluídos da norma e discutidos, posteriormente, em separado, juntamente com o inciso IV. Propõe ainda a exclusão do § 1º.

VBSO também considera que a expressão “retenção substancial de riscos” deve ser excluída do inciso I ou descrita de modo mais pormenorizado para evitar dificuldades na interpretação da norma, dado que o conceito é aberto.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares – Centro – Rio de Janeiro - RJ – CEP: 20050-901 – Brasil
Tel.: (21) 3554-8686 - www.cvm.gov.br

A expressão “retenção substancial de riscos e benefícios” é amplamente utilizada na definição de contabilização de instrumentos financeiros e está definida no pronunciamento contábil CPC 48, aprovado pela Deliberação CVM nº 763, de 22 de dezembro de 2016. Ademais, a CVM discorda que um termo contábil não possa ser utilizado com o fim previsto na norma, qual seja, de medir o nível adequado para se definir, caso a caso, o nível desejado para retenção de riscos. As sugestões não foram aceitas.

ABRASCA e B3 sugerem que seja esclarecido, no inciso I do art. 12, que também haverá dispensa de retenção substancial de riscos e benefícios do cedente ou de terceiros quando as dívidas mencionadas no referido inciso forem subscritas diretamente pela companhia securitizadora (conforme § 5º do art. 3º).

As subscrições realizadas diretamente pelas securitizadoras tendem a ocorrer nos casos de emissão de dívidas corporativas de um único devedor. Assim, o próprio inciso já dispensa a necessidade de retenção de riscos.

2.17.1.2. Retenção de risco e securitização (art. 12, incisos I e II) (atual inciso I)

Navarro entende que a obrigatoriedade de retenção do risco pelo cedente pode inviabilizar o acesso de investidores não qualificados 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.

Com relação à exigência de retenção de risco pelo cedente, Souza Cescon destaca que o objetivo de operações de securitização por meio de cessão de carteira pulverizada de créditos é justamente isolar o risco do cedente do risco da carteira. De acordo com o escritório, 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, entende não ser oportuna a exigência de retenção. Nesse sentido, acredita que a exigência de contratação e manutenção de classificação de risco e a imposição de deveres claros de



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares – Centro – Rio de Janeiro - RJ – CEP: 20050-901 – Brasil
Tel.: (21) 3554-8686 - www.cvm.gov.br

diligência à securitizadora e ao custodiante da emissão sejam suficientes para dar a segurança adequada aos investidores.

Para a SRB, a regra do art. 12 restringe a emissão de CRA com risco pulverizado, privilegiando grandes corporações em detrimento de médios produtores rurais. A participante indica que CRA pulverizados possuem risco dispersado, já que contam com uma ampla carteira, e ressalta que, em CRA emitidos por companhias abertas, ou de um mesmo grupo, como incentivado por esta proposta, o risco se apresenta concentrado em um único devedor, gerando maiores riscos ao sistema. A participante entende que há diversas empresas no setor agropecuário com nível de governança tão robusto quanto o das empresas abertas, razão pela qual uma proibição **a priori** não faz sentido.

Adicionalmente, para a SRB, a retenção obrigatória de riscos assemelha-se mais a uma operação de dívida. O tratamento dado ao cedente da securitização, especialmente em emissões que envolvem investidores não qualificados, terá o efeito mais provável de inviabilizar o acesso desses investidores ao mercado e gerar um nível de incerteza prejudicial ao cedente, visto que a securitização passaria a se confundir com dívida. Argumenta, também, que se o cedente quisesse reter o risco, ele sequer faria uma operação de securitização. O investidor, por sua vez, é remunerado pelo risco inerente à securitização e a prática de se conferir **ratings** a essas operações serve justamente para mitigar possíveis assimetrias informacionais.

Stocche Forbes tem o entendimento que o mais importante em relação à proteção dos investidores não qualificados é que sejam fornecidas as informações relevantes sobre os direitos creditórios e seus devedores de modo que o próprio investidor possa tomar uma decisão 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).

Argumenta ainda que, nos casos em que o devedor dos direitos creditórios seja companhia aberta ou instituição financeira, a retenção de risco deveria ser dispensada, uma vez que investidores não qualificados já poderiam, pela regulamentação vigente, correr o risco de crédito de tais devedores (por exemplo, subscrevendo debêntures emitidas por companhias abertas).



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares – Centro – Rio de Janeiro - RJ – CEP: 20050-901 – Brasil
Tel.: (21) 3554-8686 - www.cvm.gov.br

Tozzini argumenta no mesmo sentido, propondo a exclusão dos incisos I e II e do § 1º, concluindo que a retenção de riscos e benefícios pelo cedente na forma proposta muito provavelmente desestimulará novas ofertas públicas de CRA, em especial em razão de arbitragem regulatória.

UNICA sugere que a CVM apresente de maneira mais objetiva o conceito norteador da exceção referida no inciso I: obrigatoriedade de retenção de riscos pelo cedente ou terceiros, exceto no caso de emissão vinculada à dívida de responsabilidade de um único devedor ou devedores sob controle comum. Para a participante, este esclarecimento é importante, principalmente, tendo em mente o título que é subscrito diretamente à securitizadora, ou seja, sem a figura do cedente. Entende que, nessa hipótese, não ficou claro como se operacionalizaria a referência.

A inclusão da obrigatoriedade de retenção substancial de riscos e benefícios pelo cedente ou terceiros é uma recomendação da IOSCO endossada pelo FSB e tem como principais objetivos o alinhamento de interesses do cedente ao dos investidores, bem como ser um mecanismo para inibir a adoção, por parte dos originadores, de critérios frágeis na concessão de crédito.

A CVM considerou, contudo, que a exigência de manutenção da retenção de risco não se coaduna inteiramente com o modelo de securitização realizada por meio de certificados e, portanto, optou por excluir a obrigatoriedade de manutenção da retenção de risco contida no inciso II. Assim, as sugestões foram parcialmente acatadas.

2.17.1.3. Créditos performados (art. 12, inciso III) (atual inciso II)

Cascione Pulino propõe que seja facultada, no inciso III do art. 12, a constituição por créditos performados no momento da cessão ou não performados, desde que o devedor seja companhia aberta ou instituição financeira ou equiparada.

Tozzini considera que, se os documentos da oferta pública informarem que os direitos creditórios do agronegócio que lastreiam a emissão não são performados, o investidor poderá tomar sua decisão de investimento de forma consciente, de modo que o inciso III e os §§ 2º e 3º do art. 12 poderiam ser excluídos.

UNICA entende que dívida corporativa pode ser considerada como crédito performado, para os fins de oferta ao varejo, e que a regulamentação deveria deixar isso expresso para não gerar dúvidas.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares – Centro – Rio de Janeiro - RJ – CEP: 20050-901 – Brasil
Tel.: (21) 3554-8686 - www.cvm.gov.br

Ademais, compreende que não há uma definição clara de “evento futuro”, e indica que este ponto deveria ser objeto de definição, evitando, assim, dúvidas do mercado.

A opção de permitir apenas créditos performados nas ofertas direcionadas a investidor não qualificado busca não agregar um novo risco a operação, o risco de performance. Em relação ao comentário da UNICA, a CVM esclarece que a equiparação da dívida corporativa aos créditos performados já está prevista no § 3º deste art. 12.

Sobre a incerteza do termo evento futuro, a CVM compreende que não há dificuldades na sua aceção, isto é, no caso em questão trata-se de situações em que não há condicionantes para a efetivação do pagamento. Dessa forma, as sugestões não foram aceitas.

2.17.1.4. Exposição máxima de 20% (art. 12, inciso IV) (atual inciso III)

O CFA afirma que não está claro como calcular o limite de 20% do inciso IV do art. 12. Propõe então que o inciso IV seja excluído da norma e discutido, posteriormente, em separado, juntamente com os incisos I e II. Dessa forma, propõe também a exclusão do § 4º.

ABAG propõe alterações na redação do inciso IV visando esclarecer que a limitação de 20% aplica-se ao valor agregado devido pelo devedor ou coobrigado e seu respectivo grupo econômico. Propõe também que apenas as participações diretas sejam consideradas para fins de apuração de concentração de até 20%.

B3, Benzecry, Grupo de Securitizadoras, VBSO e Octante sugerem que seja acrescentada a alínea “c” no inciso IV do art. 12, incluindo a sociedade empresarial com demonstrações financeiras elaboradas em conformidade com a Lei nº 6.404, de 1976, e auditadas por auditor independente registrado na CVM, sob a justificativa de manter a coerência com a exceção tratada no art. 11, § 2º, inciso III da Minuta.

Navarro expõe que a imposição do inciso IV, proibindo empresas de capital fechado de ter um nível de dívida ou coobrigação superior a 20% do valor total emitido, pode representar uma limitação, uma vez que o setor agropecuário é formado por uma boa quantidade de empresas de capital fechado.

Argumenta ainda que a restrição proposta no edital é prejudicial aos investidores por limitar a atuação de empresas com grande potencial de investimento. Complementa destacando que as empresas



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares – Centro – Rio de Janeiro - RJ – CEP: 20050-901 – Brasil
Tel.: (21) 3554-8686 - www.cvm.gov.br

de capital fechado do agronegócio possuem níveis de transparência e governança tão robustas quanto os adotados nas empresas de capital aberto.

Souza Cescon enfatiza que como as ofertas com esforços restritos realizadas pela Instrução CVM nº 476, de 2009, são destinadas exclusivamente a investidores profissionais, que supostamente têm amplo conhecimento e experiência em finanças, tais ofertas deveriam estar dispensadas dos limites do inciso IV.

Sugere ainda que sejam incluídas nas exceções do inciso IV as sociedades de capital fechado desde que a emissão conte com a exigência de classificação de risco e a disponibilização pública das demonstrações financeiras da devedora ou coobrigada para análise dos investidores.

A CVM, considerando estar tratando de ofertas com destinação a investidores não qualificados, entende que a exceção que permitiria que uma sociedade de capital fechado pudesse ultrapassar o limite de 20% de exposição não deve se aplicar aqui. Na prática, a exceção permitiria que a emissão de um CRA lastreado unicamente em uma debênture de uma sociedade fechada pudesse ser ofertada ao varejo e entendeu-se que não era adequado dar esse passo neste momento.

Sobre o comentário do Souza Cescon, a CVM esclarece que o art. 12 trata da oferta registrada a investidores não qualificados, enquanto a Instrução CVM nº 476 trata de oferta não registrada direcionada a investidores profissionais, que são qualificados. Logo, as ofertas com esforços restritos realizadas no amparo da Instrução CVM nº 476, não estão impostas ao limite do inciso IV do art. 12.

2.17.1.5. Direitos creditórios cedidos por um único cedente ou cedentes sob controle comum (art. 12, inciso V) (atual inciso IV)

B3, Octante e Grupo de Securitizadoras argumentam que o inciso V do art. 12 não gera uma proteção adicional ao investidor não qualificado. Pelo contrário, entende que a existência de mais de um cedente, mesmo que não do mesmo grupo financeiro, geraria uma maior segurança ao investidor não qualificado, porque se existir apenas um cedente e este deixar de cumprir suas obrigações o investidor seria afetado de uma forma muito mais intensa do que se existissem diversos cedentes e apenas um deixasse de cumprir suas obrigações.

Cascione e Pulino entende que o item V do art. 12 é excessivamente limitador e injustificado e sugere a sua exclusão.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares – Centro – Rio de Janeiro - RJ – CEP: 20050-901 – Brasil
Tel.: (21) 3554-8686 - www.cvm.gov.br

A obrigatoriedade de um único cedente, considerando uma única política de concessão de crédito, está relacionada à maior facilidade de compreensão pelo investidor do risco de crédito de um conjunto de diversos devedores em comparação a diversas políticas de crédito para diversos devedores no caso de cedentes múltiplos.

Adicionalmente, é mais fácil operacionalizar uma política de retenção de risco tendo apenas um cedente. Além disso, as consequências da possibilidade de aceitação de cedentes diversos no caso de emissão com revolvência para investidores não qualificados ensejariam um estudo à parte, uma vez que a norma traz a possibilidade de oferta pública de CRA ser destinada ao investidor não qualificado, o que não era possível até este momento. A CVM entende que o avanço em passos graduais é o mais recomendado neste momento. As sugestões não foram aceitas.

2.17.1.6. Limitações propostas para o CRA de varejo

Empiricus argumentou que a totalidade de CRA deveria estar disponível a qualquer tipo de investidor. Compreende que, de outra forma, o pequeno investidor acaba sendo submetido a investir em bancos quebrados, com altos prejuízos, pois os CRA que poderiam competir com eles são emitidos apenas para investidores qualificados. Entende, ainda, que o pequeno investidor não precisaria do “regulador protetor”, devendo fazer uma análise de risco e se responsabilizar por ela.

Uqbar considera que o investidor pessoa física não terá nem o volume de recursos e nem a capacidade analítica para determinar o desenvolvimento do mercado de CRA. Em decorrência de seu posicionamento “em relação à (in)adequação da presença de pessoas física como investidor direto de CRA”, avalia que este título não deveria ser ofertado para o investidor não qualificado.

A CVM acredita que produtos de securitização possuem uma complexidade superior e podem, a depender de sua estruturação, possuir níveis de risco altos e não ser bem compreendidos pelo investidor não qualificado, facilitando a distribuição inadequada e fora dos parâmetros de **suitability**.

Por outro lado, acredita-se que os critérios delineados na Minuta mitigam os riscos e facilitam a compreensão, pelo investidor, dos incidentes que podem influenciar o seu retorno esperado. A CVM não descarta a eventual reavaliação deste ponto no futuro, considerando a evolução e consolidação da



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares – Centro – Rio de Janeiro - RJ – CEP: 20050-901 – Brasil
Tel.: (21) 3554-8686 - www.cvm.gov.br

educação financeira entre investidores não qualificados. Dessa forma, as sugestões não foram acatadas.

2.17.2. Critérios (art. 12, parágrafos)

Stocche Forbes observa ser necessário ajuste no § 1º do art. 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 art. 12 em relação ao cedente (até por conta do disposto no inciso V do art. 12, que exige a cessão por um único cedente ou cedentes sob controle comum).

ABAG, por conta da variedade de obrigações que podem ser vinculadas às operações de CRA, propõe que seja excluído o termo “corporativas” do § 3º, por inexistir limitação a dívidas corporativas para esse fim, sendo possíveis também dívidas de pessoas físicas.

ANBIMA considera necessário incluir no § 5º, como marco temporal, a data de distribuição do CRA para fins de verificação do atendimento dos requisitos dispostos do art. 12.

A CVM concorda com os argumentos trazidos pelo Stocche Forbes e alterou a Minuta para prever que nos casos em que houver o cumprimento da obrigação de retenção de risco por meio de coobrigação do cedente, não se aplica a ele o limite de exposição por coobrigado de 20% (novo § 7º).

Sobre o comentário da ABAG, o § 3º do art. 12 propõe equiparar a dívida corporativa, conforme definida no inciso II do § 4º do art. 3º da Minuta, a créditos performados para fins da oferta direcionada a investidores não qualificados.

Trata-se de dívidas de terceiros nas quais o produtor rural não é nem devedor nem credor original, figurando apenas na relação comercial como destinatário dos recursos captados na emissão da dívida. Não existe, nesse caso, a possibilidade de tratar-se de dívida de pessoa física e, portanto, a sugestão da ABAG não foi aceita.

Em função da sugestão da ANBIMA, a CVM fixou a data de registro da oferta para fins de verificação do atendimento dos requisitos dispostos no artigo. Adicionalmente, a CVM optou por refletir este comando no art. 11.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares – Centro – Rio de Janeiro - RJ – CEP: 20050-901 – Brasil
Tel.: (21) 3554-8686 - www.cvm.gov.br

2.18. Contratação de prestadores de serviço (art. 13) (atual art. 14)

ANBIMA argumenta que existem lastros onde a figura do custodiante é claramente dispensável, como debêntures escriturais, por exemplo. Assim, solicita que seja incluído no inciso I a expressão “se aplicável à estrutura do CRA”. Também solicita que não seja solicitado registro na CVM de custodiantes e escrituradores.

VBSO entende que a obrigatoriedade de contratação de custodiantes no âmbito de emissões de CRA poderia limitar o escopo 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 diminuir a demanda por tal tipo de operação. Dessa forma, sugere o afastamento desta obrigação.

A CVM considerou a sugestão da ANBIMA precedente e alterou o inciso I para excluir expressamente os CRA cujos direitos creditórios que servem de lastro sejam constituídos por ativos registrados em entidade administradora de mercado, ou registradora de créditos autorizada pelo Banco Central do Brasil. A proposta de afastar a necessidade de registro do custodiante e do escriturador junto à CVM não foi acatada.

Em relação ao comentário de VBSO, salienta-se que a separação de atividades de gestão e custódia visa à mitigação de riscos e de potenciais conflitos de interesses, como a negociação do mesmo direito creditório por mais de uma vez. Dessa forma, a sugestão não foi acatada.

2.19. Responsabilidades e obrigações

2.19.1. Custodiante (art. 14) (atual art. 15)

Tozzini propõe especificar as versões dos documentos que devem ser guardados pelo custodiante: original, emitida por meio eletrônico e assinada digitalmente ou digitalizada.

A CVM entende que é responsabilidade da securitizadora e do custodiante a definição da forma na qual os documentos devem ser custodiados de forma a garantir o exercício pleno das prerrogativas decorrentes da titularidade dos direitos creditórios, conforme disposto no § 3º do art. 14.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares – Centro – Rio de Janeiro - RJ – CEP: 20050-901 – Brasil
Tel.: (21) 3554-8686 - www.cvm.gov.br

2.19.2. Securitizadora (art. 15) (atual art. 16)

SRB afirma que a responsabilidade pela guarda dos documentos também é atribuída à companhia securitizadora, nos termos do art. 15 da Minuta, e que, como o custodiante, ela também poderá contratar um prestador de serviços para guarda de documentos.

Nesse sentido, a SRB entende que a existência de um custodiante gera a necessidade de uma contratação adicional, podendo encarecer a emissão sem adicionais benefícios, uma vez que esta responsabilidade já é atribuída à securitizadora. Alternativamente, sugere que a contratação de um custodiante poderia ser uma faculdade da companhia securitizadora.

A CVM não concorda com os argumentos da SRB. As funções propostas para a securitizadora e para o custodiante são distintas, sendo o custodiante um prestador de serviços necessário para assegurar a devida segregação de atividades e a mitigação de conflitos de interesses.

2.19.3. Obrigações da emissora (art. 15, § 2º) (atual art. 16, § 2º)

ABAG sugere redação para o art. 15, § 2º, visando reduzir a responsabilidade da securitizadora nas emissões de CRA. Nesse sentido, propõe a exclusão do inciso II, tendo em vista que a atuação sancionadora da CVM já prevê que o responsável por qualquer ilegalidade arcará com as penalidades aplicáveis.

Destacou, ainda, que a redação sugerida na Minuta pode gerar confusão, sugerindo a interpretação de que a securitizadora é responsável por qualquer ilegalidade da emissão, mesmo aquelas que não são de sua responsabilidade ou competência. Propõe também a exclusão do inciso III.

VBSO solicita que seja esclarecido, no inciso III do § 2º do art. 15, quais direitos inerentes aos investidores relativos à emissão a securitizadora deve tratar sob pena de ser responsabilizada.

O inciso II do § 2º do art. 15 serve para identificar que as multas por atraso no cumprimento de obrigações são de responsabilidade da securitizadora e não do patrimônio apartado, uma vez que os investidores não podem ser prejudicados por falhas de controles internos e operacionais das securitizadoras que as impeçam de cumprir adequadamente com suas obrigações regulatórias.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares – Centro – Rio de Janeiro - RJ – CEP: 20050-901 – Brasil
Tel.: (21) 3554-8686 - www.cvm.gov.br

Em relação ao inciso III, a CVM o tornou mais alinhado à redação do § 3º do mesmo artigo. Também esclarece que a regra trata de direitos tais como participar de assembleia de credores organizadas pelos devedores (no caso de debêntures, por exemplo), receber os juros e amortizações, exercer as prerrogativas decorrentes da titularidade dos direitos creditórios, dentre outros.

ABAG sugere a alteração no inciso IV do § 2º do art. 15 sob a justificativa de que só deve ser transferido aos titulares dos CRA o disposto no respectivo termo de securitização. A associação entende que a expressão “qualquer vantagem” permite a interpretação de que a própria remuneração da securitizadora deveria ser transferida.

ABECIP acredita que a redação do inciso IV do § 2º do art. 15 aconteceria caso os investidores não tivessem recebido integralmente a remuneração estabelecida no certificado por eles subscritos e até o limite necessário para integralizar essa remuneração.

Argumenta, assim, que a Lei nº 9.514, de 1997, expressamente previu, em seu art. 16, § 2º, que eventuais sobras do patrimônio separado, depois de satisfeitos os direitos dos investidores, reverterão em benefício da securitizadora.

Na mesma linha, a ANBIMA destaca que as securitizadoras não cobram taxa de administração e não têm remuneração atrelada à performance na cobrança dos direitos creditórios e, ainda, que os CRA são títulos de renda fixa emitidos com taxa de retorno pré-definida.

ANBIMA defende que o investidor tem direito de obter retorno nas condições estabelecidas, ou seja, receber o principal mais juros no prazo da operação. Assim, em operações envolvendo mais de uma classe de CRA, sênior e subordinada, muitas vezes o excedente é revertido ao próprio investidor da classe subordinada, representado muitas vezes pelo cedente do lastro, ou será a remuneração da série subordinada, após pagamento da série sênior.

Nessas condições, o benefício é revertido ao agente, além disso, esses excessos de fluxos têm sua destinação descrita na cessão de crédito ou no termo de securitização. Assim, a associação sugere a exclusão do inciso IV.

² “Lei 9.514, art. 16, § 2º. A baixa de que trata o parágrafo anterior importará na reintegração ao patrimônio comum da companhia securitizadora dos recebíveis imobiliários que sobejarem”.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares – Centro – Rio de Janeiro - RJ – CEP: 20050-901 – Brasil
Tel.: (21) 3554-8686 - www.cvm.gov.br

Eco e Grupo de Securitizadoras entendem que a obrigação da companhia securitizadora é atuar da forma mais diligente e responsável possível para garantir ao investidor a remuneração esperada no âmbito da operação, e que eventuais vantagens adicionais à remuneração pactuada podem ser legitimamente incorporadas pela companhia securitizadora, ou conforme disposição específica do termo de securitização. Assim, sugere a supressão do inciso IV do § 2º do art. 15.

A CVM, em função dos argumentos apresentados, reviu o inciso IV do § 2º do art. 15 e decidiu excluí-lo da versão final da norma.

2.19.4. Existência dos créditos (art. 15, § 4º) (atual art. 16, § 4º)

ABECIP sugere ainda que o § 4º do art. 15 tenha sua redação alterada, a fim de evitar uma interpretação inadequada do dispositivo, em que se estenda a responsabilidade da securitizadora para além do seu dever de diligência, deixando claro que o objeto do § 4º consiste, específica e exclusivamente, no exercício do dever de diligência da securitizadora.

CFA propõe a alteração da redação do § 4º, substituindo o dever de assegurar a adequada integridade e existência dos créditos pelo dever de empregar seus melhores esforços para se certificar da adequada integridade e existência dos créditos, visto que não há como responsabilizar a companhia securitizadora por toda a integridade e existência dos créditos, em especial considerando que o cedente é o agente detentor de todos os créditos.

ECO, Octante e Grupo de Securitizadoras solicitam que seja retirada da Minuta a responsabilização da securitizadora pela existência do crédito, ficando apenas a responsabilidade de empregar seus melhores esforços para que, na medida das informações disponíveis, os créditos vinculados às suas emissões sejam válidos e existentes.

Em operações de securitização, os créditos devem sair do domínio do originador ou do cedente e passar, efetivamente, ao emissor do CRA, a securitizadora. É a transferência dos direitos creditórios que vai separar tais ativos do patrimônio geral dos originadores e cedentes, de forma a protegê-lo de eventuais credores.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares – Centro – Rio de Janeiro - RJ – CEP: 20050-901 – Brasil
Tel.: (21) 3554-8686 - www.cvm.gov.br

De forma simplificada, pode-se dizer que o cedente é responsável perante a securitizadora pela existência da dívida à época da realização da cessão, mas é a securitizadora responsável perante os investidores pela existência do crédito no momento da securitização.

Ademais, o § 4º define expressamente que a responsabilidade da securitizadora se dará no âmbito de seu dever de diligência. Assim, não se entendeu necessário realizar a alteração sugerida.

2.19.5. Cobrança (art. 15, § 5º) (atual art. 16, § 5º)

ABECIP propõe a alteração da redação do § 5º, para prever a obrigação da emissora e do coordenador líder da distribuição de propor mecanismos que assegurem a disponibilidade financeira necessária para exercício da cobrança judicial ou extrajudicial dos créditos inadimplidos e a adoção dos procedimentos para a execução das garantias envolvidas, permitida a inclusão, dentre os fatores de risco, da possibilidade de serem os investidores convocados a aportar recursos para essa finalidade.

CFA sugere que a adoção dos procedimentos necessários para a execução das garantias envolvidas, proposto no § 5º, ocorra nos termos do art. 19 da Minuta.

Eco e Grupo de Securitizadoras sugerem que a responsabilidade da securitizadora disposta no § 5º esteja apenas no âmbito dos recursos disponíveis no patrimônio separado.

A CVM acredita que a redação do § 5º não permite o entendimento de que a securitizadora deve arcar com tais cobranças, bem como com os procedimentos necessários para a execução das garantias envolvidas.

Tal entendimento era decorrente do § 6º da Minuta, que não vai constar da redação final da norma. Não obstante, os comentários recebidos fizeram a CVM rever o conteúdo mínimo do termo de securitização para acrescentar redação em linha com a proposta da ABECIP (novo inciso XIX do art. 9º).

2.19.6. Patrimônio insuficiente (art. 15, § 6º) (§ 6º excluído)

ABAG sugere a exclusão do § 6º do art. 15 por entender que o dispositivo é juridicamente supérfluo, uma vez que o art. 19 da Minuta diz que, caso o patrimônio separado seja insuficiente, o agente



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares – Centro – Rio de Janeiro - RJ – CEP: 20050-901 – Brasil
Tel.: (21) 3554-8686 - www.cvm.gov.br

fiduciário contratado no âmbito da emissão deverá convocar assembleia geral de titulares de CRA para deliberar sobre as normas de administração ou liquidação do patrimônio separado.

ABAG entende que a Minuta, portanto, outorga aos titulares de CRA, a opção de aportar mais recursos na estrutura para a cobrança dos créditos ou de determinar sua liquidação. A associação acredita que a convocação de assembleia geral de titulares de CRA em caso de insuficiência de patrimônio separado é algo adotado pelo mercado em geral e leva em conta, ainda a coerência com as responsabilidades assumidas pela securitizadora no contexto das emissões do CRA.

ABECIP sugere a alteração do § 6º, prevendo que deve ser imputada à securitizadora, e também ao coordenador líder, a responsabilidade de arcar, nos casos de emissões destinadas a investidores não qualificados, com os custos da cobrança referida no § 5º, desde que não tenham sido previstos mecanismos que assegurem a cobertura de tais custos e o patrimônio separado não tiver recursos suficientes.

ANBIMA ressalta que de acordo com o art. 12 da Lei nº 9.514, de 1997, cabe à securitizadora administrar cada patrimônio separado, manter registros contábeis independentes em relação a cada um deles e elaborar e publicar as respectivas demonstrações financeiras, sendo que o parágrafo único desse artigo limita a responsabilidade da securitizadora em arcar com recursos próprios frente ao patrimônio separado apenas pelos prejuízos que causar por descumprimento de disposição legal ou regulamentar, por negligência ou administração temerária ou, ainda, por desvio da finalidade do patrimônio separado.

A participante alega que usualmente é previsto no termo de securitização a criação de fundo de despesa ou fundo de reserva para arcar com custos e despesas não previstos e fazer frente às situações adversas. Por fim, menciona que, diferentemente do operacional existente em fundos de investimentos fechados, em operações de securitização via CRI e CRA não é possível emitir novos CRA da mesma série e do mesmo patrimônio separado para fazer frente às despesas.

Assim, sugere que, no caso de o patrimônio separado ser insuficiente e todos os esforços de cobrança estiverem esgotados, os ativos que compõem o patrimônio separado, incluindo eventuais garantias, possam ser transferidos aos investidores em pagamento.

Cascione Pulino entende 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 os riscos da operação à securitizadora, incrementando seus custos de operação. Além disso, acaba



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares – Centro – Rio de Janeiro - RJ – CEP: 20050-901 – Brasil
Tel.: (21) 3554-8686 - www.cvm.gov.br

gerando uma insegurança jurídica ao patrimônio separado, vez que o patrimônio da securitizadora poderia passar a ser confundido com o patrimônio separado dos CRA.

O participante propõe 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.

CFA sugere a exclusão do § 6º porque inviabilizaria a atividade de securitização nos padrões atuais, deixando-as, de fato, somente mais caras.

Eco e Grupo de Securitizadoras sugerem que a adoção dos procedimentos necessários para a execução das garantias envolvidas quando os recursos do patrimônio separado sejam insuficientes para arcar com a cobrança, proposta nos §§ 5º e 6º, ocorra nos termos do art.19 da mesma instrução.

Navarro entende que a responsabilidade da securitizadora, pela cobrança dos direitos creditórios inadimplidos ainda que o patrimônio separado não possua recursos suficientes para arcar com a cobrança 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.

Octante solicita que seja retirada da Minuta a utilização do patrimônio próprio da securitizadora em caso de insuficiência dos recursos do patrimônio separado para cobrança de créditos inadimplidos e execução das garantias envolvidas na operação, devendo o comando se referir à adoção, nesse caso, dos procedimentos dispostos no art. 19.

PMKA considera que está se criando uma responsabilidade das companhias securitizadoras que não poderá ser mensurada adequadamente quando da realização da emissão em função do desconhecimento de quanto seriam os custos aplicáveis quando da cobrança dos direitos creditórios. E qualquer análise, nesse momento, seria prematura em função da indefinição de qual será a nova regulação das companhias securitizadoras. Assim, sugere a exclusão do § 6º.

Para Souza Cescon, 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.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares – Centro – Rio de Janeiro - RJ – CEP: 20050-901 – Brasil
Tel.: (21) 3554-8686 - www.cvm.gov.br

SRB argumenta que a transferência à companhia securitizadora da responsabilidade pelas despesas incorridas com a cobrança para além do patrimônio destacado subverte a lógica da securitização, fundamentada na criação de um patrimônio específico que deve suportar todos os riscos do negócio, aumentando os custos para captação por meio deste instrumento. Tal medida acarretaria no aumento dos custos e riscos da operação para a companhia securitizadora, não levando ao mercado os benefícios advindos da operação.

Para Stocche Forbes, a atribuição às securitizadoras da obrigação de pagamento das despesas com a cobrança dos direitos creditórios, no caso de insuficiência de recursos do patrimônio separado, impõe a elas um risco de difícil mensuração, na medida em que não é possível prever os gastos com a cobrança dos direitos creditórios, nem qual a probabilidade de os valores efetivamente recebidos não serem suficientes sequer para cobrir os custos de cobrança.

Assim, acredita que 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, o escritório sugere que se permita que o termo de securitização estabeleça alternativas para a cobrança dos direitos creditórios.

Tozzini, em linha com os comentários dos demais participantes, argumenta que a utilização de recursos próprios para suprir a insuficiência do patrimônio separado para a cobrança dos direitos creditórios apresenta-se como medida de extremo risco e oneração às companhias securitizadoras.

A sugestão da Reag é que o § 6º seja alterado para imputar aos investidores a responsabilidade de aportar recursos na eventual insuficiência do patrimônio separado, devendo tanto as securitizadoras quanto os agentes fiduciários serem responsabilizados única e exclusivamente nas hipóteses de comprovada negligência, imprudência ou imperícia dos seus atos frente à administração dos CRA.

O participante defende que o mesmo deve se aplicar aos CRI. Do contrário, a cobertura da insuficiência de recursos do patrimônio separado implicaria em um prejuízo financeiro às companhias securitizadoras por situações que não lhe competem e que fogem ao seu controle, podendo levar inclusive à falência diversas securitizadoras que não possuem patrimônio líquido próprio para enfrentar esse tipo de situação.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares – Centro – Rio de Janeiro - RJ – CEP: 20050-901 – Brasil
Tel.: (21) 3554-8686 - www.cvm.gov.br

A CVM considerou pertinentes as ponderações de todos os participantes e resolveu acatá-las parcialmente, excluindo o § 6º e alterando o art. 9º, de modo a constar no termo de securitização a indicação das provisões e os fundos de reserva que assegurem a disponibilidade financeira necessária para exercício da cobrança judicial ou extrajudicial dos créditos inadimplidos.

Os participantes devem avaliar a inclusão, dentre os fatores de risco, da possibilidade de os investidores serem convocados a aportar recursos para essa finalidade ou, na ausência desses mecanismos, esclarecer que serão seguidos os procedimentos dispostos no art. 19.

2.20. Vedações

2.20.1. Securitizadora (art. 16) (atual art. 17)

ABAG e SRB sugerem a exclusão do inciso I do art. 16, argumentando que a vinculação prevista no dispositivo pode ser necessária na medida em que toda e qualquer operação de adiantamento de bens ou recursos pode ser caracterizada como empréstimo ou financiamento.

PMKA recomenda reconhecer que a securitizadora poderá originar diretamente lastros que não necessariamente serão dívidas corporativas passíveis de serem subscritas, com a possibilidade de empréstimos, incluindo financiamentos, argumentando pela exclusão do inciso I do art. 16.

VBSO argumenta que a vedação à vinculação de empréstimos ou financiamentos às emissões de CRA disposta no inciso I não se aplica na hipótese do CRA ter por lastro dívidas corporativas referidas no § 4º, II, do art. 3º.

O dispositivo buscava proibir que as emissões fossem vinculadas a empréstimos ou financiamentos, isto é, vedava dar a emissão ou o lastro dos CRA em garantia de pagamento ou liquidação de empréstimos, ou de qualquer outra maneira vincular o fluxo de recebimento dos direitos creditórios do lastro ao pagamento de um empréstimo.

Logo, possuía um fim diverso das preocupações dos participantes. Não obstante, a CVM optou por retirar este inciso por considerar que a vedação que se pretendia alcançar já estava contida



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares – Centro – Rio de Janeiro - RJ – CEP: 20050-901 – Brasil
Tel.: (21) 3554-8686 - www.cvm.gov.br

no inciso III do artigo em questão da Minuta, inciso II da norma. Essa decisão foi também refletida no art. 16-A que se insere na Instrução CVM nº 414, de 2003.

ABAG e SRB sugerem a exclusão do inciso II sob a justificativa de que por mais que a CVM deseje proteger os investidores de qualquer operação com partes relacionadas, tal informação já é divulgada aos investidores no prospecto de operação, devendo ficar a critério deles decidir se desejam ou não investir em título cuja origem dos direitos creditórios se deu entre partes relacionadas.

Grupo de Securitizadoras considera que a vedação do inciso II de adquirir direitos creditórios ou subscrever dívida corporativa de partes a ela relacionadas com o propósito de lastrear suas emissões, contraria a Resolução CMN nº 2.686, de 2000. Propõe, também, que seja incluída exceção às dívidas ou direitos creditórios cedidos por instituição financeira.

A proibição, objeto do inciso II, de aquisição de direitos creditórios de partes relacionadas segue a mesma lógica adotada na regulamentação do FIDC (art. 39, § 2º, da Instrução CVM 356, de 2001), que é igualmente um produto de securitização regulamentado pela CVM.

Tal proibição, com o tempo e após diversas ocorrências de falhas, se mostrou uma limitação adequada. Contudo, a CVM entende que essa regra deve ser excepcionada em alguns casos, de maneira a permitir o melhor aproveitamento da atividade de securitização realizada por meio dos certificados. Nesse sentido, a CVM resolveu excetuar a vedação para as ofertas que tenham como público destinatário exclusivamente sociedades do mesmo grupo econômico.

~~Contudo, a CVM resolveu excetuar a vedação para as ofertas que tenham como público destinatário exclusivamente sociedades do mesmo grupo econômico.~~

A ~~proposta baseada na~~ Resolução CMN nº 2.686, de 2000, ~~não foi aceita, pois a referida norma~~ não se parece se aplicar aos direitos creditórios do agronegócio CRA. Contudo, para manter o alinhamento com a regra aplicável aos CRI, a CVM inseriu exceção que contempla a preocupação do participante.

Tendo em vista que o objetivo desse artigo é o de dar maior segurança aos investidores, PMKA sugere que a regra constante do inciso IV do art. 16 da Minuta seja aplicável somente para os CRA que



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares – Centro – Rio de Janeiro - RJ – CEP: 20050-901 – Brasil
Tel.: (21) 3554-8686 - www.cvm.gov.br

devem ser registrados na CVM, seguindo a mesma linha de raciocínio que a Minuta utilizou em outros aspectos.

A CVM esclarece que as regras gerais de emissão do produto, tais como a obrigação de contratação de custodiante e do recebimento em conta corrente exclusiva, são necessárias para conferir segurança e são aplicáveis independentemente do público alvo da oferta. Assim, a sugestão não foi aceita.

Quanto ao inciso VI do art. 16 da Minuta, a proposta da ABAG e da SRB é sua exclusão, uma vez que a legislação permite a emissão de CRA em moeda estrangeira. Portanto, na opinião dos participantes, é provável que o cenário onde a melhor forma de proteção aos investidores do CRA, caso existam recursos disponíveis em conta do patrimônio separado, é que estes sejam investidos no exterior, evitando o descasamento entre moedas.

A exclusão do inciso VI não foi aceita, pois o CRA serve pra fomentar o mercado do agronegócio local e, se adotada a proposta o lastro poderia ser constituído por ativos do exterior. A opção de CRA com variação cambial criada para que o investidor estrangeiro pudesse mitigar o risco cambial e é uma forma de remuneração e não uma regra de constituição do lastro, podendo ser alcançada por meio de operações de **hedge**.

ABAG e SRB propõe um ajuste no inciso VII do art. 16 para endereçar as situações em que existe alguma janela entre a colocação do CRA e a integralização dos recursos pelos investidores baseada no princípio de que a securitizadora nunca adiante recursos próprios para pagamentos devidos pela emissão.

ECO entende não ter ficado claro o objetivo do inciso VII e, assim, pede que a redação deste ponto seja revista de forma que seja vedada a negociação e recebimento fracionado de uma unidade de CRA, mas não a vedação da negociação parcial de uma emissão.

Tozzini sugere incluir no inciso VII ressalva permitindo a integralização a prazo dos certificados.

A CVM esclarece que a vedação refere-se à integralização da emissão a prazo ou em parcelas, não tratando da proibição de emissão parcial ou da possibilidade de integralização em data posterior à distribuição do CRA.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares – Centro – Rio de Janeiro - RJ – CEP: 20050-901 – Brasil
Tel.: (21) 3554-8686 - www.cvm.gov.br

Benzecry questiona a vedação imposta à companhia securitizadora prevista no art. 16, inciso VIII, da Minuta, sob a justificativa de que não faz sentido vedar que esta atue como depositária dos documentos físicos que integram o lastro de emissão se assim acordado com o custodiante, o qual não se exime de suas responsabilidades.

O participante destaca que a própria Minuta estabelece no art. 15 que 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.

Os papéis da securitizadora e do custodiante são distintos. Se contratado o custodiante, não cabe à securitizadora a guarda física dos valores mobiliários não escriturais e a realização dos procedimentos e registros necessários à efetivação e à aplicação aos valores mobiliários do regime de depósito centralizado, atividades de responsabilidade do custodiante. Assim, a sugestão não foi aceita.

2.20.2. Custodiante (art. 18) (atual art. 19)

Grupo de Securitizadoras sugere a inclusão no § 2º do art. 18, como exceção à vedação do **caput**, os direitos creditórios cuja emissão contenha cédula de crédito com garantia real ou contenha a autenticação pelo oficial do registro de imóveis, considerando que, como forma de possibilitar a emissão da CCI e viabilizar os custos de sua emissão para posterior securitização, caso o credor da CCI seja uma instituição financeira ou equiparada a ela, é de praxe que a instituição custodiante seja a mesma e que a função do oficial do registro de imóveis equipara-se à do custodiante.

A sugestão é razoável para as emissões de CRI, contudo não cabe nas emissões de CRA, dado que as CCI não são direitos creditórios do agronegócio passíveis de serem lastro de CRA. A sugestão foi registrada e será considerada quando da reforma da Instrução CVM nº414, de 2003.

2.21. Administração extraordinária do patrimônio separado

2.21.1. Insuficiência de ativos (art. 19) (atual art. 20)

ABAG, CFA, ECO, SRB e Grupo de Securitizadoras sugerem que o art. 19 seja alterado para aumentar e especificar as alternativas possíveis a serem adotadas em caso de insuficiência dos recursos de patrimônio separado, sob a justificativa de que isso daria uma maior previsibilidade e,



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares – Centro – Rio de Janeiro - RJ – CEP: 20050-901 – Brasil
Tel.: (21) 3554-8686 - www.cvm.gov.br

consequentemente, maior proteção ao investidor, que saberia quais serão os seus. Essas alternativas seriam: (i) realização de aporte, por parte dos investidores; (ii) dação em pagamento dos ativos integrantes do patrimônio separado; e (iii) leilão dos ativos componentes do patrimônio separado, nessa ordem.

A sugestão foi considerada válida e a versão final da norma foi alterada para comportar esses exemplos.

CFA, ECO e Grupo de Securitizadoras ainda sugerem estabelecer que a companhia securitizadora deva agir em conjunto com o agente fiduciário para convocar a assembleia geral pela necessidade de se prever o leilão dos ativos e uma possível liquidação da operação, trazendo mais segurança ao investidor ao incumbir a ambos os participantes a obrigatoriedade de convocação.

Os participantes propõem a inclusão de parágrafo que preveja a preferência para o recebimento dos respectivos recursos aos investidores que realizarem aporte para a continuidade do patrimônio separado, na proporção do aporte realizado.

A imposição do art. 19 ao agente fiduciário vem da Lei e não impede que a própria securitizadora convoque uma assembleia para deliberar sobre a administração do patrimônio separado.

A CVM entende que não cabe determinar na norma de que forma se dará o recebimento de recursos aos investidores que fizerem aporte no caso de insuficiência de ativos. Contudo esclarece que não obsta arranjos entre os titulares para solução deste problema, aprovados em assembleia, tais como empréstimos ou emissão de novos certificados.

Para Reag, o art. 19 impõe responsabilização inadequada à companhia securitizadora por situações de insuficiência de patrimônio separado que fujam ao seu controle, uma vez que propõe a transferência da administração do patrimônio separado única e exclusivamente pela ocorrência de insuficiência de recursos, sem que reste caracterizada falha na gestão dos recursos do patrimônio separado.

Sugere, então, que seja complementada a redação do artigo para que a administração do patrimônio separado seja transferida ao agente fiduciário quando houver comprovação de negligência, imprudência ou imperícia, pela companhia securitizadora na gestão do patrimônio separado.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares – Centro – Rio de Janeiro - RJ – CEP: 20050-901 – Brasil
Tel.: (21) 3554-8686 - www.cvm.gov.br

Souza Cescon questiona 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. Solicita uma diretriz mais detalhada da CVM acerca desse procedimento.

Nos casos de insuficiência de ativos no patrimônio separado, a assembleia geral é soberana para deliberar, nos limites do disposto no termo de securitização, sobre a transferência dos ativos do patrimônio separado para outra securitizadora, entre outras medidas possíveis.

A transferência do patrimônio separado submetido a regime fiduciário se dá na forma do art. 15, da Lei nº 9.514, de 1997, que estabelece que “*no caso de insolvência da companhia securitizadora, o agente fiduciário assumirá imediatamente a custódia e administração dos créditos imobiliários integrantes do patrimônio separado e convocará a assembleia geral dos beneficiários para deliberar sobre a forma de administração, observados os requisitos estabelecidos no § 2º do art. 14.*”

Portanto, em relação à proposta da Reag, entende-se que a comprovação de negligência, imprudência ou imperícia pela companhia securitizadora na gestão do patrimônio separado não é um elemento necessário para que se dê a transferência.

2.22. Competência

2.22.1. Assembleia geral (art. 21) (atual art. 22)

ANBIMA solicita, no inciso I, que se limite a necessidade de a assembleia aprovar as demonstrações contábeis do patrimônio separado àquelas com ressalvas, em função dos custos adicionais, uma vez que convocações devem ser publicadas em jornal de grande exposição, podendo reduzir a remuneração do investidor. Além disso, alega que a matéria tem baixa relevância quando se tratam de demonstrações que não contam com ressalvas dos auditores independentes.

A sugestão não foi acatada. Uma das razões primordiais de uma assembleia de investidores é a aprovação de contas da administração. Nesse caso específico, a aprovação das demonstrações contábeis do patrimônio separado.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares – Centro – Rio de Janeiro - RJ – CEP: 20050-901 – Brasil
Tel.: (21) 3554-8686 - www.cvm.gov.br

Além disso, cabe esclarecer que as normas referentes à convocação das assembleias gerais de acionistas da securitizadora não se confundem com as relativas à assembleia geral dos titulares de CRA.

O art. 23 da Minuta prevê que, regra geral, as assembleias dos titulares de certificado devem ser convocadas na forma prevista no termo de securitização, de forma que a publicação de edital em jornal poderá ser dispensada, exceto no que se refere à hipótese de que trata o § 4º do art. 25.

ABAG propõe a alteração dos incisos III e VI do art. 21 de modo a refletir que a assembleia de titulares de CRA possa deliberar sobre quaisquer alterações, para cima ou para baixo, nos custos dos prestadores de serviços e remuneração do papel.

Além disso, ainda sobre o inciso VI, sugere a alteração no final do dispositivo para que não apenas o titular de CRA sênior, mas todos os outros titulares possam deliberar sobre alterações que afetem suas remunerações.

As sugestões da ABAG foram aceitas e refletidas na versão final da norma.

2.22.2. Alteração do termo de securitização (art. 22) (atual art. 23)

ABAG sugere que o inciso I do art. 22 seja alterado para incluir no rol de dispensa de aprovação pela assembleia geral de titulares de CRA ajustes em razão de eventuais demandas operacionais dos mercados organizados onde os CRA são admitidos à negociação, assim como aquelas decorrentes da autorregulação.

A sugestão foi acatada e foi incluído, no inciso I, referência a modificações realizadas em função de demandas das entidades administradoras de mercados organizados, bem como de entidades autorreguladoras.

ANBIMA ressalta a importância de se esclarecer como será a forma de comunicação prevista no parágrafo único e indica que, em seu entendimento, deveria ser via sistema IPE da CVM e na página da securitizadora na rede mundial de computadores.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares – Centro – Rio de Janeiro - RJ – CEP: 20050-901 – Brasil
Tel.: (21) 3554-8686 - www.cvm.gov.br

O **caput** e o inciso XI do art. 31 da Instrução CVM nº 480, de 2009, já determina que o emissor registrado na categoria B, onde as securitizadoras normalmente se registram, deve enviar à CVM, por meio de sistema eletrônico disponível na página da CVM na rede mundial de computadores, o termo de securitização de direitos creditórios e eventuais aditamentos em até sete dias úteis de sua assinatura.

PMKA sugere que seja permitida a alteração no termo de securitização de forma automática nos casos de repactuação programada do CRA.

A repactuação é negociada em função de algum parâmetro que necessita ser alterado, como taxa, prazo, amortização ou garantia, sendo que ela deve ser aprovada em assembleia especialmente convocada para esse fim.

Para que a modificação de qualquer parâmetro independesse da negociação de um novo arranjo, seria necessário que este já estivesse expresso no termo de securitização e, nesse caso, não haveria motivo de repactuação e tampouco de alteração do termo em assembleia. Assim, a sugestão não foi aceita.

Reag sugere complemento do rol do art. 22 para alteração do termo de securitização sem necessidade de convocação de assembleia, quando verificado erro material, desde que referida alteração ou correção não acarrete qualquer prejuízo aos investidores ou qualquer alteração no fluxo e nas garantias dos CRA.

ANBIMA, na mesma linha, sugere incluir um inciso adicional mais genérico no rol taxativo de situações previsto no art. 22 com o objetivo de permitir o aditamento do termo de securitização para corrigir erros formais, como dados da operação, erros de digitação e afins.

A sugestão foi parcialmente acatada. Em função dos comentários, a CVM incluiu inciso prevendo a possibilidade de alteração automática do termo em função da verificação de erro formal, desde que não haja alteração de remuneração, fluxo de pagamentos ou garantia do CRA.

Souza Cescon propõe que o termo de securitização possa ser alterado sem a realização de assembleia geral nos casos de substituição dos direitos creditórios do agronegócio que cumpram os critérios de elegibilidade.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares – Centro – Rio de Janeiro - RJ – CEP: 20050-901 – Brasil
Tel.: (21) 3554-8686 - www.cvm.gov.br

Diante do comentário do Souza Cescon, a CVM optou por incluir no inciso II do art. 22 também a menção à substituição dos direitos creditórios do agronegócio que servem de lastro ao CRA, que poderá se dar nos limites estabelecidos pelo parágrafo único do art. 9º e desde que atendidos os critérios de elegibilidade.

Tozzini sugere incluir a substituição de prestadores de serviços previamente aprovada no termo de securitização como motivo que possibilita a alteração do termo de securitização independentemente de assembleia geral.

A CVM entende que a troca de prestadores de serviços é uma alteração importante e pode ter efeitos no desempenho dos certificados e, dessa forma, deve ser aprovada pelos titulares dos certificados. Assim, a proposta não foi aceita.

B3 sugere reduzir o prazo de comunicação aos investidores de alteração do termo de securitização, de 30 para 7 dias.

Considerando que o inciso XI do art. 31 da Instrução CVM nº 480, de 2009, já determina o envio à CVM do termo de securitização de direitos creditórios e seus eventuais aditamentos, em 7 (sete) dias úteis de sua assinatura, a sugestão da B3 foi aceita e está refletida na versão final da norma.

2.23. Convocação e instalação

2.23.1. Convocação (art. 23) (atual art. 24)

ANBIMA sugere alterar os prazos mínimos de convocação de assembleia, sendo 15 dias para primeira convocação, 8 dias para a segunda convocação e, ainda, 10 dias úteis para convocação a pedido de investidores.

B3 sugere alterar o prazo de convocação da assembleia para 15 e 30 dias para buscar uniformidade com o prazo aplicado aos fundos de investimento imobiliário.

VBSO sugere alterar o prazo de convocação da assembleia para 15 dias para buscar uniformidade com o das companhias abertas supervisionadas pela CVM. Argumenta, ainda, que seria justo incluir no §



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares – Centro – Rio de Janeiro - RJ – CEP: 20050-901 – Brasil
Tel.: (21) 3554-8686 - www.cvm.gov.br

2º, que a assembleia geral possa ser convocada por titulares que detenham 5% dos CRA de cada classe, no caso de emissões com diferentes classes de CRA.

O prazo de convocação do § 4º do art. 25 da Minuta corresponde ao prazo previsto no § 2º do art. 14 da Lei nº 9.514, de 1997, que estipula que as assembleias convocadas para deliberar sobre a administração ou liquidação do patrimônio separado, no caso de sua insuficiência, devem ser convocadas com antecedência de 20 dias.

Buscando uniformizar os prazos de convocação de assembleia estabelecidos na norma, a CVM manteve esse mesmo prazo de 20 dias no art. 23. Assim, as propostas da ANBIMA e da B3 não foram acatadas.

Em relação à proposta de que a assembleia geral possa ser convocada por titulares que detenham 5% dos CRA de cada classe, entendeu-se pertinente permitir tal critério que facilita a convocação da assembleia pelos interessados.

2.23.2. Direito de voto (art. 24) (atual art. 25)

B3 entende mais adequado que o direito de voto seja exercido pelo titular do CRA quando da realização da assembleia geral, garantindo a esse investidor poder decisório com relação ao CRA e harmonizando o tratamento dado a titulares de CRA ao tratamento dado a acionistas e debenturistas.

ANBIMA propõe que se insira no parágrafo único a expressão “de acordo com regulação a ser editada”, tendo em vista que hoje a norma de voto eletrônico apenas abarca as ações.

As propostas não foram acatadas. Em relação à data que estabelece quais acionistas estão aptos a votar na assembleia, esclarece-se que a Minuta reproduz o modelo adotado nas regras sobre fundos de investimento estruturados. Também é importante ressaltar que o procedimento de consulta formal só funciona se a base do direito de voto for a data da convocação, quando as consultas são enviadas aos titulares dos CRA.

Ressalta-se também que não há relação necessária entre o voto por meio de comunicação eletrônica em assembleia de detentores de CRA e aquele tratado na norma de voto a distância para ações, podendo o termo de securitização tratar desse tema de forma independente. O que se busca



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares – Centro – Rio de Janeiro - RJ – CEP: 20050-901 – Brasil
Tel.: (21) 3554-8686 - www.cvm.gov.br

nesse dispositivo é introduzir a possibilidade da consulta formal, que facilita o atendimento dos quóruns assembleares, em linha com o que ocorre com os fundos de investimento.

2.24. Deliberação

2.24.1. Quórum (art. 25) (atual art. 26)

ABAG propõe a exclusão da redação proposta no § 4º do art. 25 sob a justificativa de que, em CRA extremamente pulverizados, os quóruns dificilmente seriam atingidos. A participante entende que qualquer engessamento de quórum para as operações de CRA poderia ser prejudicial para as emissões, na medida em que cada uma possui características específicas e diferentes quantidades de investidores.

ABRASCA e UNICA propõem que o **caput** e o § 4º do art. 25 sejam alterados, prevendo que a regulamentação deveria permitir que os termos de securitização dispusessem livremente, conforme as condições de mercado e as características da oferta, sobre os quóruns de instalação e deliberação das assembleias gerais dos titulares de CRA. Além disso, sugerem que os incisos I e II do referido parágrafo e artigo sejam excluídos.

ANBIMA, em linha com o comentário sobre o art. 23, propõe alterar os prazos mínimos de convocação de assembleia do § 4º, sendo 15 dias para primeira convocação e 8 dias para a segunda convocação.

ANBIMA sugere, ainda, no inciso I, limitar o quórum aos certificados em circulação, retirando os certificados em posse das tesourarias da devedora, cedente, securitizadora e de partes vinculadas. Por fim, quanto ao inciso II, a associação defende a exclusão da parte final do dispositivo, retirando a necessidade de deliberação por maioria absoluta, uma vez que o quórum para deliberação já está definido no **caput** do artigo, sendo a maioria de votos dos certificados presentes.

B3 sugere substituir a convocação via publicação de edital em jornais de grande circulação pelo processo de convocação mediante envio de fato relevante à CVM e à entidade administradora de mercados organizados.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares – Centro – Rio de Janeiro - RJ – CEP: 20050-901 – Brasil
Tel.: (21) 3554-8686 - www.cvm.gov.br

Sugere, também, a inclusão de possibilidade de adoção de consulta formal em substituição à assembleia geral, com o objetivo de se estabelecer mecanismo alternativo para aumentar a participação de investidores nas assembleias.

O § 4º do art. 25 e seus incisos reproduzem o § 2º do art. 14 da Lei nº 9.514, de 1997, que estipula que as assembleias convocadas para deliberar especificamente sobre a administração ou liquidação do patrimônio separado, no caso de sua insuficiência, devem ser convocadas com antecedência de 20 dias, mediante edital publicado por três vezes em jornal de grande circulação.

Cabe lembrar que o § 2º do art. 14 da Lei nº 9.514, de 1997, é aplicável ao CRA por força do art. 39 da Lei nº 11.076, de 2004. Por fim, ressalte-se que a consulta formal já está prevista no parágrafo único do art. 24, que teve sua redação aperfeiçoada. Assim, as sugestões não foram acatadas.

Stocche Forbes aponta potencial conflito entre a redação proposta no § 4º do art. 25 da Minuta e o § 2º do art. 12 da Instrução da CVM nº 583, de 2016, que estabelece que caso o termo de securitização de direitos creditórios não estabeleça quórum superior, a modificação das condições dos valores mobiliários ou a não adoção de qualquer medida prevista em lei ou no termo de securitização de direitos creditórios 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.

O § 4º do art. 25 repete uma imposição da Lei nº 9.514, de 1997, prevendo que as deliberações devem ser tomadas pela maioria absoluta do valor global dos títulos (em segunda convocação). Já o § 2º do art. 12 da Instrução CVM nº 583, de 2016, prevê a deliberação da maioria absoluta dos valores mobiliários em circulação, lembrando que essa norma se aplica a outros valores mobiliários além dos CRA. A CVM não entende que exista necessariamente um conflito, mas esclarece que se os quóruns não forem convergentes, prevalece o disposto na lei.

2.24.2. Impedimentos (art. 26) (atual art. 27)

ANBIMA sugere incluir, entre aqueles que não podem votar ou contar para quórum, a devedora e a cedente, se houver, dos direitos creditórios lastros dos CRA, seus sócios, diretores e funcionários bem como respectivas partes relacionadas.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares – Centro – Rio de Janeiro - RJ – CEP: 20050-901 – Brasil
Tel.: (21) 3554-8686 - www.cvm.gov.br

A CVM não concordou com a proposta da participante já que ela conduziria ao entendimento de que, em qualquer caso, haveria conflito em relação ao voto do devedor ou do cedente na assembleia, bem como de seus sócios, diretores e funcionários. A CVM entende que o voto em conflito de interesse é sempre vedado. Não obstante, para fins de clareza e sistematização das novas regras, decidiu-se incluir um inciso proibindo, de maneira expressa, o voto em conflito de interesses.

2.25. Disposições finais e transitórias

2.25.1. Anexo III-A da Instrução CVM nº 400 (art. 28) (atual art. 29)

Para ANBIMA, deve ser limitada a necessidade de apresentação de relatório conforme disposto no item 5.4 acrescido ao Anexo III-A da Instrução CVM nº 400, de 2003, apenas aos casos em que o lastro dos CRA for uma dívida corporativa cuja integralização dar-se-á com recursos oriundos dos CRA, considerando que apenas estes seriam beneficiários finais da captação dos CRA com efetivo impacto em sua condição financeira.

Já em estruturas em que a emissão do CRA não causa impacto no balanço do devedor, como em situações nas quais eventualmente o devedor não é parte ativa na emissão do CRA, pois sua dívida foi antecipada pelo credor (cedente) por meio da emissão do CRA, entende que não deveria ser aplicável o relatório, uma vez que o compromisso financeiro antecede à emissão do CRA e o balanço do devedor na data da emissão do CRA já conta com o reflexo dessa obrigação em seu passivo.

A sugestão é pertinente e a versão final da norma foi ajustada na forma sugerida.

2.25.2. Alteração da Instrução CVM nº 414 (art. 29) (atual art. 30)

ABECIP e Grupo de Securitizadoras consideram que a vedação do art. 29 às companhias securitizadoras de adquirir direitos creditórios ou subscrever dívida corporativa de partes a ela relacionadas com o propósito de lastrear suas emissões, contraria a Resolução CMN nº 2.686, de 2000. Propõem que seja incluída exceção às dívidas ou aos direitos creditórios cedidos por instituição financeira.

A proibição, objeto do inciso II, de aquisição de direitos creditórios de partes relacionadas segue a mesma lógica adotada na regulamentação dos FIDC (art. 39, § 2º da Instrução CVM nº 356,



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares – Centro – Rio de Janeiro - RJ – CEP: 20050-901 – Brasil
Tel.: (21) 3554-8686 - www.cvm.gov.br

de 2001) igualmente produto de securitização regulado pela CVM. Tal proibição, com o tempo e após diversas ocorrências de falhas, se mostrou uma limitação necessária e adequada.

Contudo, a CVM entende que essa regra deve ser excepcionada em alguns casos, de maneira a permitir o melhor aproveitamento da atividade de securitização realizada por meio dos certificados. Nesse sentido, Como mencionado no item 2.20.1, a CVM resolveu excetuar a vedação para as ofertas que tenham como público destinatário exclusivamente sociedades do mesmo grupo econômico.

Ademais, a CVM acatou a sugestão do Grupo de Securitizadoras e inseriu exceção para endereçar a preocupação trazida pelo participante. proposta, baseada na Resolução CMN nº 2.686, de 2000, não foi aceita, pois a referida norma não se aplica ao CRI.

ECO entende não ter ficado claro o objetivo do inciso VII do art. 16-A proposto na Instrução CVM nº 414, de 2003, pelo art. 29 da Minuta. Assim, pede que a redação deste ponto seja revista, de forma que seja vedada a negociação e o recebimento fracionado de uma unidade de CRI, mas não a vedação da negociação parcial de uma emissão.

A CVM esclarece que a vedação refere-se à integralização da emissão a prazo ou em parcelas, não tratando da proibição de emissão parcial ou da possibilidade de integralização em data posterior à distribuição do CRI.

2.25.3. Alteração da Instrução CVM nº 480 (art. 31) (atual art. 33)

Grupo de Securitizadoras solicita que a nova redação prevista para o art. 30, § 6º, da Instrução CVM nº 480, de 2009, altere o período de 15 para 45 dias para que a agência de classificação de risco realize a respectiva atualização trimestral do **rating** da emissão.

A CVM considera mais adequado, considerando a necessária tempestividade da informação, manter o padrão adotado na norma de FIDC, que é de 15 dias e, assim, a proposta não foi acatada.

Para a Uqbar, não existe justificativa fundamentada para que o regime informacional elementar das operações de CRA não seja, a partir de agora, em base mensal. Pelo contrário, caso se almeje o desenvolvimento do mercado destes títulos, há fortes razões para que o seja, inclusive para fins de



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares – Centro – Rio de Janeiro - RJ – CEP: 20050-901 – Brasil
Tel.: (21) 3554-8686 - www.cvm.gov.br

estabelecimento de um **benchmark**, com óbvio impacto nos mercados de outros títulos estruturados de dívida, como o de CRI ou o de Letras Imobiliárias Garantidas (LIG).

Para efeito de monitoramento, entende que um retrato do desempenho de uma carteira-lastro de créditos que alcança o investidor ou qualquer outro usuário destas informações em até 135 (90 + 45) dias após a ocorrência de um atraso de pagamento ou inadimplência tem seu valor informacional substancialmente reduzido.

A CVM concorda com a sugestão e alterou a redação final da norma tornando o relatório mensal. Adicionalmente, a CVM optou por também alterar para mensal a periodicidade do relatório referente aos CRI, previsto no art. 32, inciso II, da Instrução CVM nº 480, de 2009, uniformizando os prazos e evitando que as companhias securitizadoras passassem a ter que reportar em períodos diversos a depender do tipo de certificado. Essa alteração se encontra no art. 35 da norma, que altera o art. 1º do Anexo 32-II da Instrução CVM nº 480, de 2009.

2.25.4. Inclusão do art. 25-A na ICVM 480 (art. 32) (atual art. 34)

ABECIP, ECO, Octante e Grupo de Securitizadoras sugerem que o art. 32 admita que a obrigação de dar publicidade às demonstrações financeiras relativas a cada patrimônio separado, instituído por ocasião da emissão de CRI e CRA em regime fiduciário, possa ser cumprida mediante inclusão de cada um desses demonstrativos contábeis em notas explicativas do balanço da securitizadora emitente, a serem elaboradas com os detalhes e na forma como vier a ser disciplinado por essa CVM (a ECO, a Octante e as Securitizadoras apresentaram modelos de apresentação das demonstrações do patrimônio separado).

Os participantes entendem que a previsão de que se deve estabelecer demonstrações financeiras específicas para cada patrimônio separado é desnecessária para fornecer um maior nível de transparência ao investidor.

CFA propõe a inclusão de parágrafo esclarecendo que o reporte de informação a que se refere o **caput** pode ser realizado, alternativamente, por meio de notas explicativas às demonstrações financeiras da securitizadora.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares – Centro – Rio de Janeiro - RJ – CEP: 20050-901 – Brasil
Tel.: (21) 3554-8686 - www.cvm.gov.br

A Lei nº 9.514, de 1997, determina, em seu art. 12, que *“instituído o regime fiduciário, incumbirá à companhia securitizadora administrar cada patrimônio separado, manter registros contábeis independentes em relação a cada um deles e elaborar e publicar as respectivas demonstrações financeiras”*.

Ademais, as notas explicativas servem para explicar, complementar ou detalhar itens que já estão tratados nas demonstrações financeiras das companhias securitizadoras, não sendo o caso dos patrimônios separados, que não se misturam com o patrimônio de tais companhias e não devem estar refletidos, salvo nas hipóteses de consolidação.

Assim, a sugestão de adoção de um modelo de nota explicativa ficou prejudicada em função da não adoção da proposta de inclusão dessas informações nas demonstrações financeiras das companhias securitizadoras.

Contudo, cabe esclarecer que essa posição não determina que a publicação seja feita em jornal. A interpretação da CVM é que essa obrigação, decorrente do art. 289 da Lei nº 6.404, de 1976, se aplica apenas às demonstrações da própria companhia securitizadora, visto que não é uma publicação ordenada pela referida Lei, mas sim pela Lei nº 9.514, de 1997.

Assim, entende a CVM que as demonstrações contábeis do patrimônio separado podem apenas ser divulgadas na rede mundial de computadores. Nesse sentido, acredita-se que o custo de observância decorrente dessa posição tende a ser menor que a hipótese trazida pelos participantes, que inflaria as notas explicativas com as demonstrações de cada patrimônio separado, ainda que possa existir um custo adicional de auditoria.

Adicionalmente, a CVM resolveu flexibilizar a data de encerramento do exercício de cada patrimônio separado, podendo ser escolhidas as datas de 31 de março, 30 de junho, 30 de setembro e 31 de dezembro de cada ano.

Nesse sentido, vale dizer que a obrigação de auditoria desses patrimônios já existia antes da edição dessa instrução e que o entendimento da CVM é de que esse não é um novo trabalho por parte dos auditores independentes.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares – Centro – Rio de Janeiro - RJ – CEP: 20050-901 – Brasil
Tel.: (21) 3554-8686 - www.cvm.gov.br

Por fim, a CVM comunica que, durante o processo de audiência pública, dúvidas contábeis relativas à elaboração das demonstrações financeiras do patrimônio separado foram trazidas pelas companhias securitizadoras.

Nesse sentido, cabe informar que tais dúvidas serão objeto de esclarecimento via Ofício-Circular a ser emitido em conjunto pelas áreas técnicas envolvidas, a Superintendência de Relações com Investidores Institucionais – SIN e Superintendência de Normas Contábeis e Auditoria – SNC.

Dada a referência ao “montante da provisão constituída”, no § 2º, item IV, alínea “c” do art. 25-A proposto para a Instrução CVM nº 480, de 2009, e que a partir do lançamento contábil de provisões, diminuindo o valor contábil do ativo que compõe o lastro pertencente a um determinado patrimônio separado, isolado por um regime fiduciário e vinculado a uma determinada emissão de CRA de uma companhia securitizadora, a Uqbar questiona de que forma contábil há a reconciliação dos valores necessariamente equivalentes, e constantemente equivalentes, do ativo e do passivo daquele patrimônio separado.

Argumenta que, sem orientação, a questão tenderá a ser resolvida, caso a caso, onde abordagens que sejam distintas poderão afetar também de forma distinta o significado financeiro dos indicadores de subordinação, estes últimos, inclusive, sendo objetos de divulgação exigível segundo a Minuta proposta.

A CVM esclarece que deve ser utilizado o CPC 25, aprovado pela Deliberação nº 594, de 2009, que trata de provisões, passivos contingentes e ativos contingentes.

2.25.5. Alteração da Instrução CVM nº 583 (art. 34) (atual art. 37)

Uqbar recomenda que a Minuta contemple a necessidade de divulgação dos dados em arquivos digitais com formatação aberta e em linguagem passível de ser lida por máquina. Do contrário, entende que se continuaria impossibilitando a coleta, a compilação e o uso eficiente dos dados fornecidos por parte dos usuários desta informação.

A CVM entende que a exigência de tal estrutura digital dos arquivos traria custos adicionais à emissão além daqueles eventualmente já introduzidos por esta norma e que não se justificam neste momento inicial de sua aplicação. Não obstante, a CVM, dentro de seu cronograma, está migrando sua base de dados para os dados abertos o que atende a preocupação da participante.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares – Centro – Rio de Janeiro - RJ – CEP: 20050-901 – Brasil
Tel.: (21) 3554-8686 - www.cvm.gov.br

2.25.6. Produção de efeitos (art. 36) (atual art. 39)

ABAG e SRB sugerem o acréscimo do parágrafo único do art. 36, versando que a Instrução não produzirá efeitos para emissões ocorridas até 1 (um) dia antes da data de sua publicação, inclusive nos casos de revolvência das respectivas emissões. Argumentam que as atuais emissões não contemplam e não contemplarão, necessariamente, as disposições da Minuta em questão, motivo pelo qual a eventual retroatividade das disposições da instrução inviabilizariam a própria estrutura de securitização dos CRA já emitidos.

CFA sugere a inclusão de parágrafo estabelecendo prazo de 12 meses para adaptação dos CRA já registrados.

ANBIMA sugere que seja estabelecido tratamento às ofertas de CRA já emitidas e em circulação (estoque). Entende que a norma não deveria ser aplicável aos CRA já emitidos e ainda em circulação, uma vez que devem prevalecer as disposições já pactuadas com os investidores no termo de securitização.

Eco e Grupo de Securitizadoras solicitam que se deixe explícito – em nome do princípio da segurança jurídica – que a instrução a ser publicada produza efeitos somente após a data de sua publicação, de forma que nenhum dos seus artigos tenha efeito em relação às emissões de CRA já realizadas.

Octante, com base no princípio da segurança jurídica e do ato jurídico perfeito, solicita que seja expressamente mencionado que a Minuta não terá efeitos para as emissões realizadas antes da sua publicação, bem como que seja estabelecido um prazo para que as securitizadoras possam se adequar às novas normas.

A CVM considerou a preocupação dos participantes precedente e decidiu estabelecer uma regra de transição, determinando que a instrução tenha vigência 90 dias após sua publicação, se aplicando a toda emissão de CRA realizada a partir de então.

Foi necessário estabelecer, ainda, exceção para o relatório mensal, que deve ser entregue em relação a todos os CRA e CRI emitidos e ainda não resgatados ou amortizados. Com base nesse entendimento, a redação foi alterada para esclarecer adequadamente essa questão. Enquanto não



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares – Centro – Rio de Janeiro - RJ – CEP: 20050-901 – Brasil
Tel.: (21) 3554-8686 - www.cvm.gov.br

houver sistema específico para envio das informações mensais do CRA, o informe deve ser encaminhado no formato de PDF.

2.26. Anexos

2.26.1. Informe trimestral (Anexo 34) (atual anexo 36)

Uqbar solicitou esclarecimentos sobre diversos pontos específicos do Anexo 34. Inicialmente, indaga qual informação deve ser reportada no item 1.7, se: (a) o montante total de emissão que consta no termo de securitização; (b) o montante total integralizado; (c) o montante atualizado dos CRA na última data de aniversário; ou (d) o montante atualizado dos CRA ao fim do período de referência.

Uqbar solicita especificar que a informação a ser reportada no item 1.9 é a atualização monetária e a taxa de juros de cada classe e série de CRA. O termo **benchmark** deveria ser evitado, pois é utilizado como rentabilidade-alvo das cotas de Fundos de Investimento em Direitos Creditórios, significando um mero teto de remuneração para um título que não é um instrumento de dívida. Além disso, seria contraditório a exclusão do CRA da classe “Subordinada Junior” no item 1.9.2., já que este também é, pra efeitos jurídicos, um instrumento de dívida.

Uqbar sugere a divisão da informação do item 1.10 por cada classe e série de CRA, pois cada CRA pode ter periodicidade e mês base de pagamento distintos.

Uqbar sugere especificar no item 3 se o valor atual se refere à data de encerramento do trimestre, incluindo juros, ou à última data de aniversário do CRA. Adicionalmente, seria útil incluir a informação percentual de quanto o valor atual de cada CRA representa de seu valor na data de emissão.

Uqbar sugere a eliminação do item 6, pois entende que, sendo o CRA um título de renda fixa, a informação de rentabilidade é desnecessária. As informações relevantes diretamente relacionadas à rentabilidade são o desempenho do lastro e o cumprimento das obrigações de pagamento previsto para cada classe e série de CRA, por exemplo.

Em relação aos demais itens, a Uqbar: (a) solicita que seja detalhada a informação para cada classe de CRA no item 8, com exceção da classe “Subordinada Júnior”; (b) sugere deixar claro que o valor do Índice de subordinação a ser apresentado no item 8.2 é o referente ao último dia do período e indica



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares – Centro – Rio de Janeiro - RJ – CEP: 20050-901 – Brasil
Tel.: (21) 3554-8686 - www.cvm.gov.br

entender que seria mais útil divulgar, nesse item, se houve ou não recomposição no período do que apresentar um percentual; (c) pede para que se esclareça que informação seria reportada no item 10.2 e se, por exemplo, as despesas do patrimônio separado com os prestadores de serviço estariam incluídas; (d) manifesta que seria importante incluir no item 12.6.5 as informações de quando e por quem as garantias foram avaliadas.

A CVM alterou diversos itens do relatório mensal em resposta a comentários de participantes, incluindo a especificação do montante total de emissão no item 1.7, a atualização monetária e a taxa de juros no item 1.9, a divisão de informações por classe e série de CRA no item 1.10, o detalhamento da informação para cada classe de CRA no item 8, a especificação de que valor do índice é na data base do relatório e adição um campo livre para informação no item 8.2, um exemplo da informação a reportar no item 10.4 e a inclusão da periodicidade de avaliação das garantias no item 12.6.5.

3. Outros comentários à Minuta

CFA propõe que a atividade de distribuição de CRA possa ser exercida pela própria securitizadora, conquanto alguns critérios sejam seguidos, e até o limite de R\$ 30.000.000,00, em analogia à Instrução CVM nº 414, de 2013.

Octante e Grupo de Securitizadoras sugerem que seja incluída a possibilidade da própria companhia securitizadora distribuir o CRA aos investidores. Não somente como previsto na Instrução CVM nº 414, de 2003, em emissões regidas pela Instrução CVM nº 400, de 2003, e com valores inferiores a R\$ 30.000.000,00 (trinta milhões de reais), mas sim como em qualquer emissão de CRA, independentemente do valor envolvido e mesmo que regida pela Instrução CVM nº 476, de 2009, levando em consideração a similaridade entre uma companhia securitizadora e um gestor de fundo de investimento autorizado a atuar como distribuidor pela Instrução CVM nº 558, de 2015.

A CVM, ouvindo as manifestações, decidiu acatar o pleito. Assim, a nova norma passa a contemplar a possibilidade de as securitizadoras realizarem diretamente a distribuição pública dos certificados até o valor de R\$ 100 milhões, tanto para CRI, quanto para CRA, conforme redação do art. 13 da norma e a nova redação do art. 9º da Instrução CVM nº 414, de 2003, alterada pelo art. 31.



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares – Centro – Rio de Janeiro - RJ – CEP: 20050-901 – Brasil
Tel.: (21) 3554-8686 - www.cvm.gov.br

Vale mencionar que, em linha com o exigido para os gestores de recursos, a CVM passa a exigir das securitizadoras que desejem distribuir os certificados por elas emitidos o cumprimento de um conjunto de regras próprias à atividade de distribuição.

Tais regras incluem: (i) as normas de cadastro de clientes, de conduta e de pagamento e recebimento de valores aplicáveis aos integrantes do sistema de distribuição (capítulos III, VII e VIII da Instrução CVM nº 505, de 27 de setembro de 2011); (ii) a regulamentação do dever de verificação da adequação dos produtos, serviços e operações ao perfil do cliente (Instrução CVM nº 539, de 13 de novembro de 2013, **in totum**); e (iii) as normas que dispõem sobre a identificação, o cadastro, o registro, as operações, a comunicação, os limites e a responsabilidade administrativa referentes aos crimes de “lavagem” ou ocultação de bens, direitos e valores (Instrução CVM nº 301, de 1999, **in totum**).

Stocche Forbes solicita alteração no § 4º do art. 14 da Instrução CVM nº 400, de 2003, para que a restrição para a concessão do registro dentro do período de **black-out** não seja aplicável às ofertas de CRA em que seja constituído patrimônio separado.

A CVM vê méritos na proposta, mas entende que seriam necessárias adaptações em outras regras incluindo as Instruções CVM nº 414 e nº 400, ambas de 2003, sendo necessário um estudo mais detalhado. A CVM pretende iniciar em breve os estudos para a edição de uma nova regulação para as securitizadoras. Acredita-se que, nessa ocasião, seja o momento mais adequado para estudar tais sugestões.

ANBIMA solicita que a vedação de negociação pelo prazo de 18 meses previsto no § 5º do art. 5º seja excluída da Instrução CVM nº 414, de 2003. Também sugere alterar o inciso II do § 4º, deixando claro que o procedimento a ser adotado nesse caso é o estabelecido na Instrução CVM nº 476, de 2009.

A sugestão está fora do escopo dessa audiência e, conforme mencionado neste relatório, pretende-se revisar a Instrução CVM nº 414, de 2003, em breve e nessa oportunidade essa regra poderá ser revista.

Quanto à solicitação de comentários acerca da conveniência e oportunidade de se editar regra específica sobre registro de companhias securitizadoras, a B3 entende a proposta adequada e oportuna e



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares – Centro – Rio de Janeiro - RJ – CEP: 20050-901 – Brasil
Tel.: (21) 3554-8686 - www.cvm.gov.br

sugere que a regra traga comandos gerais, deveres e responsabilidades aplicáveis às companhias securitizadoras e também que sejam envolvidos participantes estratégicos e essenciais desse mercado.

A CVM informa que a elaboração de regra sobre as companhias securitizadora está sendo avaliada internamente.

ABRASCA sugere a alteração do § 2º do art. 12 da Instrução CVM nº 583, de 2016, substituindo o termo “quórum superior” por “quórum diverso”, destacando como oportuna tal modificação da instrução que trata do exercício da função do agente fiduciário.

A sugestão está fora do escopo da audiência e não foi considerada nessa ocasião.

4. Proposta definitiva de instrução

A proposta definitiva de instrução, incorporando as sugestões acatadas, segue em anexo ao presente relatório.

Rio de Janeiro, 1º de agosto de 2018.

(Original assinado por)

ANTONIO CARLOS BERWANGER

Superintendente de Desenvolvimento de Mercado