



PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DE GOIÁS
ESCOLA DE DIREITO E RELAÇÕES INTERNACIONAIS
NÚCLEO DE PRÁTICA JURÍDICA
COORDENAÇÃO ADJUNTA DE TRABALHO DE CURSO
MONOGRAFIA JURÍDICA

SECURITIZAÇÃO DE RECEBÍVEIS AGRÍCOLAS
ABORDAGEM DE CERTIFICADO DE RECEBÍVEIS DO
AGRONEGÓCIO NA SECURITIZAÇÃO.

ORIENTANDO: LUCAS PEREIRA FARES
ORIENTADOR: PROF. DR. JOSÉ ANTÔNIO TIETZMANN E SILVA

GOIÂNIA
2020

LUCAS PEREIRA FARES

SECURITIZAÇÃO DE RECEBÍVEIS AGRÍCOLAS

ABORDAGEM DE CERTIFICADO DE RECEBÍVEIS DO
AGRONEGÓCIO NA SECURITIZAÇÃO.

Monografia apresentada à disciplina
Trabalho de Curso II, da Escola de Direito
e Relações Internacionais, Curso de
Direito, da Pontifícia Universidade
Católica de Goiás (PUC-GOIÁS).

Prof. Orientador: JOSÉ ANTÔNIO
TIETZMANN E SILVA

GOIÂNIA

2020

LUCAS PEREIRA FARES

SECURITIZAÇÃO DE RECEBÍVEIS AGRÍCOLAS

ABORDAGEM DE CERTIFICADO DE RECEBÍVEIS DO
AGRONEGÓCIO NA SECURITIZAÇÃO.

Data da Defesa: _____ de _____ de _____

Trabalho de Final de Curso apresentado por Lucas Pereira Fares à Pontifícia Universidade Católica de Goiás, como parte dos requisitos para obtenção do título de Bacharel em Direito.

BANCA EXAMINADORA

Orientador: Prof. Dr. JOSÉ ANTÔNIO TIETZMANN E SILVA

Examinador Convidado: Prof. Dr. RAFAEL ROCHA DE MACEDO

DEDICATÓRIA

À Deus pela minha vida e oportunidades recebidas. A minha esposa, familiares e amigos.

AGRADECIMENTOS

Ao Professor JOSE ANTONIO TIETZMANN E SILVA, orientador acadêmico, pelo apoio e confiança depositada. Aos professores da Pontifícia Universidade Católica de Goiás pela inestimável colaboração em minha formação acadêmica. À Coordenação do Departamento do Curso de Direito da Pontifícia Universidade Católica de Goiás por ter ajudado de forma inestimável à execução deste trabalho. Aos meus colegas que ao longo do curso sempre me motivaram com sugestões e críticas construtivas.

EPÍGRAFE

“O senhor ... Mire e veja que o mais importante e bonito do mundo é isto, que as pessoas não estão sempre iguais, não foram terminadas, mas que elas vão sempre mudando. Afinam ou desafinam – verdade maior. É o que a vida me ensinou. Isto me alegra, montão.”

Guimarães Rosa

SUMÁRIO

RESUMO	8
INTRODUÇÃO	10
CAPÍTULO I: CONCEITOS E CARACTERÍSTICAS DA SECURITIZAÇÃO DE RECEBÍVEIS	12
1.1) CONCEITO DE CRÉDITO.....	13
1.2) CRÉDITO RURAL E TÍTULOS DE CRÉDITO	15
1.3) TÍTULOS DE CRÉDITO COMO VALORES MOBILIÁRIOS.....	17
1.4) CARACTERÍSTICAS DA SECURITIZAÇÃO DO AGRONEGÓCIO	19
1.5) SECURITIZAÇÃO E CONTRATOS ACESSÓRIOS	26
CAPÍTULO II: PRESSUPOSTOS LEGAIS	29
CAPÍTULO III: SECURITIZAÇÃO DO AGRONEGÓCIO	35
3.1) CASO BURGER KING	35
3.2) CASO SYNGENTA.....	41
3.3) CASO BELAGRÍCOLA.....	44
3.4) CASO VAMOS LOCAÇÕES.....	45
CONCLUSÃO	48
REFERÊNCIAS	50

RESUMO

O presente trabalho tem como objetivo analisar as principais características da securitização sob a égide de soluções para o mercado agrícola, de modo a ampliar o fluxo de caixa da cadeia produtiva do agronegócio. A problemática insere-se na limitação, escassez, de recursos financeiros para fomentar o equilíbrio e desenvolvimento da produção agrícola. A metodologia adotada foi o método hipotético-dedutivo, pois apresenta-se uma análise crítica em uma abordagem sobre elementos jurídicos empresariais, do modelo de securitização atual, certificados de recebíveis do agronegócio, valores mobiliários, com apoio em estudos de caso, que levaram à propositura de legislação específica para securitização agrícola, ICVM 600/2018. Realizou-se um estudo da jurisprudência da Comissão de Valores Mobiliários, somado ao contexto teórico da estrutura da securitização. Conclui-se que a securitização do agronegócio está em processo de maturação, e tem perspectiva de preencher a lacuna entre a necessidade de capital e o sistema produtivo.

PALAVRAS-CHAVE: Securitização. Contratos mercantis. ICVM 600. Securitização do Agronegócio. CRA - Certificados de Recebíveis do Agronegócio.

Área de Concentração: Direito Empresarial, Direito Civil.

ABSTRACT

This paper aims to analyze the main characteristics of securitization under the umbrella of solutions for the agricultural market, in order to expand the cash flow of the agribusiness production chain. The main goal is to solve the limitation, scarcity, of financial resources to promote the balance and development of agricultural production. For such purpose, we will carry out a systematic approach of the matter, including (i) Initial concepts, (ii) Brazilian Securitization – main characteristics, (iii) legal assumptions and SEC regulations, (iv) Securitization -Agriculture Practical Cases (v) Conclusion (vi) Bibliography. In this way, an approach of practical cases that led to the proposal of specific legislation for agricultural securitization, ICVM 600 / 2018. A study of the jurisprudence of the Securities and Exchange Commission was carried out, added throughout the chapters.

KEYWORDS: SEC. Brazilian Securitization. Agricultural Securitization.

INTRODUÇÃO

Apresenta-se a securitização como solução de mercado para fomentar a cadeia do agronegócio, e, também, um meio alternativo de acesso ao crédito no descompasso das atividades empresariais agrícolas.

A viabilidade de utilização do mercado de capitais como facilitador para captação de recursos, ainda é algo recente na atual conjuntura do mercado agrícola brasileiro, posto que os regramentos pertinentes a securitização do agronegócio tiveram propulsão a partir do ano de 2004, com o advento da Lei 11.076/04 que amparou uma estrutura básica de títulos de crédito com capacidade de representatividade dos diversos recebíveis do agronegócio, adicionado a possibilidade da securitização de tais créditos.

Destaca-se, entre os títulos de crédito, o Certificado de Recebíveis do Agronegócio, ora denominado de CRA.

Este título de crédito é o mais utilizado pelo mercado, pois tem um contexto genérico de recebíveis do agronegócio, natureza de valor mobiliário, e possui certa flexibilidade na operação de securitização.

Para construção do arcabouço da operação da securitização do agronegócio, o âmago estará na análise dos Certificados de Recebíveis do Agronegócio, haja vista se tratar do título de crédito mais popular, quantitativamente, nas operações de securitização agrícola.

Portanto, a finalidade do trabalho será desenvolver uma análise sistêmica da literatura sobre securitização agrícola, Certificados de Recebíveis do Agronegócio (CRA), normatização da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) e análise dos instrumentos jurídicos para consecução dos contratos mercantis atípicos.

A importância desta temática mostra-se inerente ao crescimento do mercado agrícola, no entendimento que o agronegócio transformou-se em modelo de sucesso no Brasil – terra, tecnologia, gestão, topográfica e clima favorável fizeram do Brasil um campeão mundial na exportação de grãos e outros bens in natura.

O desenvolvimento da securitização agrícola consolida-se como elemento para fortalecimento da indústria do agronegócio, ampliando o acesso ao crédito em um mercado de competição global.

Nota-se que a securitização de recebíveis se dá através da existência empresarial, isto é, quanto maior o desenvolvimento empresarial de determinado país, maior será o mercado de securitização, e por conseguinte o mercado de crédito.

No cenário futuro, o Brasil como maior exportador agrícola mundial, tem condições de transpor tal realidade para o mercado de crédito, expandindo a securitização de recebíveis do agronegócio com a circulação de riquezas entre entes deficitários (cadeia do agronegócio) e superavitários (mercado de capitais).

Utilizou-se, como metodologia para o estudo, o método hipotético-dedutivo, pois apresenta-se uma análise crítica em uma abordagem sobre elementos jurídicos empresariais, do modelo de securitização atual, certificados de recebíveis do agronegócio, valores mobiliários, com apoio em estudos de caso, que levaram à propositura de legislação específica para securitização agrícola, ICVM 600/2018.

Existe limitação de material especializado sobre o tema, justamente pelo fato de a edição da instrução normativa sobre a securitização do agronegócio ter sido consolidada apenas em 2018 pela Comissão de Valores Mobiliários.

O trabalho constitui-se de três capítulos que são apresentados de modo gradativo até o entendimento dos diversos julgados da CVM para consolidação da instrução normativa ICVM 600/2018.

No capítulo I, tem-se conceitos iniciais da securitização de recebíveis, como início de estudo para a securitização agrícola.

O capítulo II, demonstra-se os pressupostos legais para realização de securitização, e o relacionamento com a Comissão de Valores Mobiliários.

No capítulo III, é utilizado os conceitos delimitados nos capítulos anteriores para demonstrar a investigação prática aos julgados junto a CVM - realizada sob a égide da securitização do agronegócio.

CAPÍTULO I: CONCEITOS E CARACTERÍSTICAS DA SECURITIZAÇÃO DE RECEBÍVEIS

No direito empresarial é comum definir uma empresa como uma comunhão de contratos em que alinhados com o objetivo empresarial tem a capacidade de gerar lucros e promover sua função social – geradora de empregos e tributos. Na cadeia do agronegócio não é diferente, os diversos contratos ora contraídos representam a essência empresarial.

Em determinada crise, ou na busca de folga do fluxo de caixa empresarial, os contratos são renegociados, remodelados, ou até mesmo não honrados devido a dificuldades financeiras. O ajuste contratual ou remodelagem negocial, com novos contratos, muitas vezes atípicos, flexibilizam negociações, e servem como instrumento para alongar determinadas dívidas, ou até mesmo, lastrear títulos de crédito com novos arranjos financeiros.

A conjectura base é uma análise jurídica, relativo a todos os contratos presentes, revisando-os, de modo a compatibilizar com o equilíbrio econômico empresarial que são fundamentais para sua sobrevivência.

Se há contratos representativos de direitos – direitos presentes ou futuros, ou até mesmo elementos contábeis considerados imobilizados ou ativo permanente – é possível lastrear tais direitos/ativos em contratos atípicos, como a securitização, para conceber um crédito barato, afim de solucionar problemas empresariais.

Verifica-se que a partir de direitos representados através de contratos tem-se o nascimento do crédito.

Períodos remotos, desde a época da Mesopotâmia (2.000 a.C), os sujeitos de direito eram definidos apenas no liame de relacionamento de confiança, a palavra, e a pessoa era tão importante quanto o conceito e negócio principal.

Com o passar dos anos, com a diversificação do capital, e a personificação empresarial, as pessoas e confiança ficaram em um segundo plano, sendo a garantia, e a própria estrutura empresarial o elemento fundamental para o crédito.

A possibilidade de apropriar determinado crédito para fomentar crescimento e expansão, é o seio fundamental do sistema empresarial, de modo a permitir que os recursos sejam transferidos entre os agentes superavitários e deficitários na economia, gerando valor para toda uma cadeia produtiva, sejam investidores ou empresário/produtores.

1.1) CONCEITO DE CRÉDITO

A etimologia da palavra crédito advém da palavra *credĭtum* que delimita o termo em “crença, confiança”. A confiança é um elemento fundante para a economia, proporcionando a circulação de riquezas.

Uma organização empresarial, assim como na cadeia do agronegócio, possui valores econômicos em constante flutuação, seja em relação aos direitos e/ou obrigações contraídas. Nasce, nesse contexto a necessidade de relações de crédito.

O crédito oferece a oportunidade da transposição no tempo de determinado ativo financeiro – transpondo um direito/bem com devido valor futuro, para um valor financeiro no presente.

A importância do crédito mostra-se fundamental para a sociedade atual, e no cerne da atividade empresarial. Para Yves Reinhard e Jean Pascal Chazal (2001, p.27), “a atividade empresarial e, conseqüentemente, o próprio direito empresarial exigem três pilares fundamentais: a rapidez, a segurança e o crédito”.

Luiz Emygdio da Rosa Júnior (2006, p.1-2) classificou cinco conceitos econômicos de crédito:

- a) crédito é a troca no tempo e não no espaço (Charles Guide);
- b) crédito é a permissão de usar capital alheio (Stuart Mill) ;
- c) crédito é o saque contra o futuro;
- d) crédito confere poder de compra a quem não dispõe de recursos para realizá-lo (Werner Sombart) ;
- e) crédito é a troca de uma prestação atual por prestação futura

No entendimento semelhante, Marlon Tomazette (2017, p.27), generaliza os cinco conceitos em dois elementos fundamentais – tempo e confiança.

Para o mercado de capitais o crédito é a troca de uma prestação atual de direitos sejam presentes ou futuros – fluxos de recebíveis, em recurso financeiro de imediato.

A confiança é estabelecida perante alguém que crê (credor) naquele direito/bem, através de classificações de risco, ou confiança no sistema de governança da empresa.

A partir dessa confiança será possível que o investidor (credor) aceite a oportunidade de prover o recurso financeiro para o devedor (empresa), no tempo presente, em troca de recursos ou uma promessa, acrescidos de um prêmio ao longo do tempo, futuro.

Gladston Mamede (2008, p.4) expõe a natureza dual do crédito, em que uma vez que há um credor, necessariamente haverá um devedor – e comporá uma determinada obrigação.

A atividade agrícola, como atividade empresarial, também tem como pilar fundamental o crédito. Nesse tocante, na consecução de contratos, ou no nascimento do crédito, as obrigações de um será o crédito de outro, e vice-versa.

O mercado de capitais, também denominado de mercado de valores mobiliários, é caracterizado por Ary Oswaldo Mattos Filho (2015, p. 211):

[...] por ser o local onde os agentes investidores e intermediadores buscam retorno sobre o capital investido. Mas é, como consequência, o local onde se assumem riscos de perda parcial, total ou ainda maior do que o investimento feito.

A caracterização do mercado de valores mobiliários demonstra a exposição de um possível investidor (credor) ao risco, o que comumente é definido como o risco do crédito, e este poderá ser dirimido, sejam por garantias reais ou fidejussórias, porém como toda atividade empresarial, a atividade agrícola incorre em riscos, estes típicos da própria atividade, como riscos de clima, pragas, variação de preços, e, portanto, podem ampliar desequilíbrios em que impactam diretamente a operação empresarial, e por conseguinte no custo do crédito.

O crédito busca dirimir fatores externos quanto internos que podem alterar a dinâmica da realidade da empresa, criando uma solução contra crise sistêmica de ordem tanto econômica quanto financeira.

1.2) CRÉDITO RURAL E TÍTULOS DE CRÉDITO

No âmbito agrícola, o nascimento do crédito rural foi legalmente instituído pela Lei 4829/65, inserido no Capítulo XIII (BRASIL,1965), e foi desenvolvido sobre garantias da propriedade, ou da própria atividade rural/agrícola. Para isto, houve a utilização de instrumentos contratuais acoplados a obrigações (BRASIL,1937,1967,1994), como o penhor rural ou agrícola (BRASIL,1937), delimitado pela Lei 492/37, e a criação de certos títulos de crédito (BRASIL, 1967,1994) - aqueles estabelecidos na lei 167/67 e 8929/94.

Os títulos de crédito são documentos que atestam que existe determinado crédito, e possui a característica de transmissão, circulação de riquezas, autonomia jurídica, direito literal, sendo a posse do documento suficiente para legitimação do crédito. Deverá seguir requisitos preceituados em lei.

Cabe a transcrição do artigo 887 do Código Civil (Lei 10.406/2002):

O título de crédito, documento necessário ao exercício do direito literal e autônomo nele contido, somente produz efeito quando preencha os requisitos da lei (BRASIL, 2002)

Na perspectiva da ampliação do crédito agrícola, houve a introdução de aparato normativo (BRASIL, 37,67,94), leis 492/37, 167/67 e 8929/94, que delimitaram títulos de crédito na espécie cédulas e notas de crédito que possuem a seguinte definição, conforme orientação de Gladston Mamede (2008, p. 353):

Cédulas e notas de crédito são títulos representativos de operações de financiamento, constituídos com base em empréstimos concedidos por instituições financeiras, ou entidade a essas equiparadas, a pessoa natural (física) ou jurídica que se dedique à respectiva atividade. Tratando-se de cédulas e notas de crédito rural, exige-se que a instituição integre o Sistema Nacional de Crédito Rural, e é lícito que o título seja igualmente emitido na hipótese de financiamentos concedidos pelas cooperativas rurais a seus associados ou a suas filiadas.

Observa-se que o crédito fomentado tinha relação direta com instituições financeiras, muitas vezes bancos ou cooperativas.

A despeito das inúmeras tentativas de liberação de crédito para atividade agrícola, as políticas de subsídios, muitas vezes, era a única alternativa do mercado, e, por muitos anos – o Banco do Brasil, através do Sistema Nacional de Crédito Rural, foi tradicionalmente utilizado pelo governo como elemento centralizador de crédito para o agronegócio.

O legislador, preocupado com a grande concorrência do mercado agrícola e a dificuldade de fluxo financeiro na produção, realizou o alinhamento com as principais tecnologias financeiras para aproximar o investidor e/ou o capital do processo produtivo.

A exclusividade do oferecimento do crédito rural apenas por instituições financeiras, foi relativizado, adicionado novo participante, instituição não financeira, no fluxo de crédito ao mercado de capitais, denominadas de companhias securitizadoras.

No ano de 2004, a lei 11.076 entrou em vigor – provendo diversos títulos de crédito com capacidade de fomentar e ampliar a liquidez de dinheiro no mercado agrícola (BRASIL,2004), facilitando as operações de crédito rural junto ao mercado de capitais.

A partir daquele ano foi possível utilizar aqueles títulos de crédito do agronegócio como lastro para securitização, e, assim, foi possível concentrar esforços em ampliar o fluxo de caixa de empresas agrícolas, remodelando seus processos, e propiciando uma folga de caixa em uma eventual crise de demanda.

Gladston Mamede (2008, p. 447) expõe com propriedade a criação da referida lei:

Em outubro de 2004, a Presidência da República editou a Medida Provisória nº 221/04, por meio da qual pretendia criar instrumentos para concretizar o Plano Agrícola e Pecuário do Governo Federal para o biênio 2004/2005. Essa medida foi convertida na Lei nº 11.076/04, na qual se encontram regulados cinco títulos de crédito impróprios, com circulação prevista no âmbito do denominado agronegócio; são eles: (1) certificado de depósito agropecuário (CDA), (2) warrant agropecuário (WA), (3) certificado de direitos creditórios do agronegócio (CDCA), (4) letra de crédito do agronegócio (LCA) e (5) certificado de recebíveis do agronegócio – CRA.

Os títulos mencionados não possuem as características daqueles títulos de crédito originais, cambiários, e, por isso, são denominados de título de crédito impróprios, isto é, não são moldados perfeitamente à teoria cambial.

Tais títulos separam-se da estrutura contratual, mas não possuem a autonomia conferida ao título de crédito original, cambiário, pois dependem intrinsecamente da relação jurídica, do direito, da atividade agrícola definida em lei. A cartularidade, princípio da incorporação, também foi relativizada com a utilização expressa em lei do sistema escritural.

O propósito dos títulos definidos na lei 11.076/04 é na legitimação do exercício do direito, de determinada atividade da cadeia de produção agrícola, e circulação de riquezas com a transposição para o mercado de capitais um crédito agrícola (BRASIL,2004).

1.3) TÍTULOS DE CRÉDITO COMO VALORES MOBILIÁRIOS

Valores mobiliários tiveram definição restrita, até o ano de 2001, conforme a lei 6385/76, a certos títulos, conferindo para aqueles a possibilidade de emissão e distribuição em massa com o objetivo de captação de recursos (BRASIL, 1976).

Entretanto, no ano de 2001, foi ampliado o conceito de valor mobiliário, modificando o artigo 2º da lei 6385/76, acrescentando diversos incisos que ampliavam o conceito de valor mobiliário, e promovendo a condição do legislador utilizar o mercado de capitais para promover o crédito em diversas atividades empresariais (BRASIL,2001). Importante notar a redação do artigo 2º inciso IX, da lei 6385/76:

IX - Quando ofertados publicamente, quaisquer outros títulos ou contratos de investimento coletivo, que gerem direito de participação, de parceria ou de remuneração, inclusive resultante de prestação de serviços, cujos rendimentos advêm do esforço do empreendedor ou de terceiros. (BRASIL, 1976)

No entendimento mais amplo do valor mobiliário, a lei 11.076/04, artigo 43, de modo expresso, autoriza a distribuição e negociação de CRA em bolsa de valores e de mercadorias e futuros, colocando tais títulos como valores mobiliários (BRASIL,2004). Verifica-se a Lei 11.076/04:

Art. 43. O CDCA, a LCA e o CRA poderão ser distribuídos publicamente e negociados em Bolsas de Valores e de Mercadorias e Futuros e em mercados de balcão organizados autorizados a funcionar pela Comissão de Valores Mobiliários.

Parágrafo único. Na hipótese do caput deste artigo, será observado o disposto na Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976. (BRASIL, 2004)

A possibilidade de utilização dos recebíveis agrícolas, lastreados em títulos com características de valores mobiliários fizeram uma ligação direta e mais próxima com o mercado de capitais.

Os Certificados de Recebível do Agronegócio foram bem aceitos por investidores, e por isso, nos últimos anos a utilização de Certificados de Recebíveis do Agronegócio, como valor mobiliário, com o objetivo de captação de recursos junto ao mercado de capitais, alcançou valores semelhantes ao utilizado em uma indústria já tradicional e consolidada, o mercado da construção civil, os Certificados de Recebíveis Imobiliário (CRI).

Na figura abaixo, há um comparativo entre o volume de ofertas de Certificados de Recebíveis Agrícolas e Certificados de Recebíveis Imobiliários.

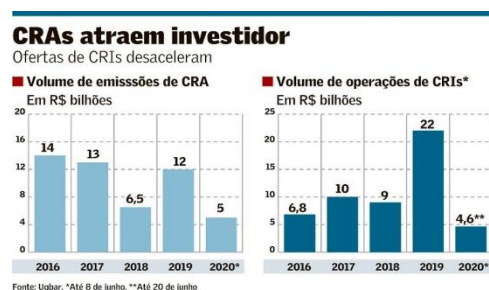


Figura 00 - Evolução da Emissão de CRA¹

Nota-se que em plena pandemia os Certificados de Recebíveis do Agronegócio tiveram uma constância, mostrando de modo inequívoco que este mercado tem espaço para crescimento.

¹ Imagem disponível em <<https://valor.globo.com/financas/noticia/2020/06/25/ofertas-de-certificados-de-recebiveis-retomam-folego.ghtml>> Acesso em 25/10/2020.

1.4) CARACTERÍSTICAS DA SECURITIZAÇÃO DO AGRONEGÓCIO

O método alternativo de captação de recursos, como a securitização, é uma solução de mercado complementar, mas que oferece instrumento eficaz para manutenção e aumento do fluxo de caixa empresarial agrícola.

O Estado ciente da importância do crédito junto à economia, já em 1964 com lei 4595/1964 (Lei da reforma bancária) criou estruturas básicas necessárias para permitir o fluxo do crédito (BRASIL, 1964), logo em seguida estruturou a lei do mercado de capitais que propiciou o desenvolvimento futuro da securitização de recebíveis mercantis (BRASIL, 1965).

A realidade era um sistema engessado, sem condições de oferecer competitividade do crédito.

O fluxo de capitais seja através de mercado de capitais, ou até mesmo do sistema de crédito financeiro, era reduzido apenas para grandes bancos – e estes tinham o papel de escoar o crédito perante toda a sociedade

As instituições financeiras tradicionais, participantes do sistema financeiro nacional, normalmente captavam recursos ora da poupança popular, ora do próprio sistema de mercado de capitais, e com um determinado *spread* de remuneração,² concediam tais recursos a título de empréstimo para terceiros.

A securitização surge no Brasil em um cenário de *spread* alto, com forte burocracia e grande dificuldade de capilaridade de recursos. Deste modo, a estruturação da securitização foi uma tentativa acertada de diminuir o *spread*, e retirar o elemento intermediário tradicional na captação de recursos.

Na securitização, o crédito é uma matéria prima, pode-se afirmar que sem crédito não há securitização.

Esta afirmação é inequívoca ao entender a premissa base que advém da definição da securitização, pois se busca um meio para transportar o crédito/direito de um ponto ao outro -normalmente de um lado superavitário (mercado de capitais) para

² Diferença vigente entre o menor dos preços de oferta e o maior dos preços de demanda de um bem ou ativo, anunciados pelos participantes em um mercado

um lado deficitário (empresas). Este crédito servirá como lastro para que sejam emitidos valores mobiliários junto ao mercado de capitais.

Com o advento da lei 11.076/04, três títulos de crédito, Certificado de direitos creditórios do agronegócio (CDCA), Letras de Crédito do Agronegócio(LCA), Certificado de Recebíveis do Agronegócio(CRA), serão vinculados a direitos creditórios originários de negócios realizados entre produtores rurais, ou suas cooperativas, e terceiros, inclusive financiamentos ou empréstimos, relacionados com a produção, a comercialização, o beneficiamento ou a industrialização de produtos ou insumos agropecuários ou de máquinas e implementos utilizados na atividade agropecuária (redação do artigo 23 §1º da Lei 11.076/04).

O amplo espectro da vinculação dos títulos aos recebíveis foi proposital na perspectiva de permitir toda a indústria agrícola ser beneficiada da liquidez em termos de vincular possíveis títulos lastreados em créditos pertinentes.

Uma vez a abundância de títulos de créditos disponíveis - o crédito tem possibilidade de fluir da parte superavitária para a parte deficitária, possibilitando um equilíbrio de crédito ao longo do tempo para o agronegócio.

Seja armazéns com produtos estocados, crédito de venda de insumos, ou créditos industriais agrícolas – com o novo aparato legislativo foi possível vincular em títulos de crédito tais recebíveis, e realizar negociações para consubstanciar maior fluxo de caixa para investimento no processo de produtivo.

Esses títulos de crédito, serão a matéria prima para uma possível securitização, pois é realizado, a partir destes, um contrato de cessão de crédito através de um negócio jurídico no qual uma das partes contratantes transfere a terceiros seus direitos em uma relação jurídica obrigacional.

A securitização é estabelecida através de um contrato principal- definido como contrato mercantil de cessão de lastro, escopo da cessão de crédito.

A partir deste contrato principal, haverá comunhão de contratos acessórios, e utilizando um veículo emissor previamente constituído ocorrerá emissão de valores mobiliários- lastreados no crédito objeto da cessão.

A primeira etapa para a securitização é a estruturação de um contrato mercantil, usando como escopo a cessão de determinado crédito. A companhia securitizadora deverá seguir a padronização estabelecida pelo regramento da Comissão de Valores Mobiliários, e, entende-se a securitização como um contrato mercantil com as seguintes características: sinalagmático, oneroso, normalmente solene, consensual, bi ou plurilateral, comutativo, atípico (2010, p.27).

O contrato mercantil, base para securitização, é atípico, isto é, não consta tal formato nos contratos em espécie e/ou não tem definição legislativa estrito.

Observa-se que os contratos seguirão pertinência com os regramentos instituídos em lei, tanto os preceitos concernentes no Código Civil – art. 421~480 (regramento contratos), quanto regramentos específicos do mercado de capitais, posto que, obrigatoriamente, em fase posterior, haverá protocolo na CVM (Comissão de Valores Mobiliários), vinculando a todo regramento daquela autarquia federal, e do conselho monetário nacional.

O mercado de capitais, após o advento da lei 11.076/04, ainda não tinha normatização específica para oferta pública de distribuição de Certificados de Recebíveis do Agronegócio, e quando necessário realizar tal operação, era realizado consultas a CVM de modo a reduzir possível insegurança jurídica, e nesse contexto, a distribuição e oferta normalmente amparava-se de modo análogo a instrução ICVM nº 414 que rege a distribuição e oferta dos Certificados de Recebíveis Imobiliários.

A CVM em 2008 fez comunicado referente a possibilidade de utilização de legislação assemelhada - a ICVM nº 414:

A CVM entende que os comandos da Instrução CVM nº 414, de 2004, são adequados ao CRA e às companhias securitizadoras de direitos creditórios do agronegócio. Por isso, enquanto não tratar da matéria em norma específica, aplicará tais comandos, adaptando-os, no que couber, para acomodar as possíveis incompatibilidades entre a regulamentação de CRI e as características dos CRA e seus emissores. O Colegiado analisará a necessidade e conveniência de editar regulamentação específica para CRA no futuro. (CVM, 2004)

Os aspectos mencionados devem ser detalhados amiúde para um maior entendimento da securitização.

O contrato será entre empresas, serão atípicos, e nesse sentido serão observados os regramentos da teoria geral dos contratos, e obrigações – o escopo

deste será a cessão do crédito, de modo a respeitar o regramento do negócio jurídico, art. 104~184 do código civil, lei 10.406/2002 (BRASIL,2002).

Entre as partes, de um lado existe a figura do securitizador, que também será o cessionário, responsável por realizar desde o processo da cessão do crédito, até a emissão de valores mobiliários para o mercado de capitais. De outro lado, haverá uma ou mais empresas, também denominadas cedentes, empresas agrícolas, que poderão ser beneficiadas da utilização de algum título de crédito estipulado através da lei 11.076/04, pois através da cessão do crédito transferem recebíveis, créditos e/ou direitos, com a contrapartida de receberem o valor ajustado junto ao cessionário.

Uma vez realizada a cessão de crédito junto a companhia securitizadora, esta posteriormente emitirá um valor mobiliário – no caso, um Certificado de Recebível do Agronegócio, que será distribuído para o mercado de capitais.

Da relação entre as partes, empresa e companhia securitizadora, nascem obrigações mútuas, trata-se do contrato comutativo, e de natureza onerosa- haverá benefícios e sacrifícios recíprocos. A estrutura desta cessão obedecerá aos regramentos contidos no código civil art. 286 ~298 (regramentos referentes à cessão do crédito). Importante notar a exigência de contrato escrito, gerando efeito perante terceiros (*erga omnes*).

Entre os artigos 286~298, em especial cabe comentar sobre o artigo 290 em que o contrato a cessão de crédito não tem eficácia em relação ao devedor, senão quando a este notificada (BRASIL,2002). Será possível realizar a notificação em um próprio boleto de pagamento, ou uma notificação em separado.

A formalidade, mesmo não sendo exigida para a cessão, é necessária para a securitização, deste modo, será utilizado contrato particular, escritura pública, e em alguns casos o contrato deve ser averbado no registro de imóveis – ex. cessão de crédito hipotecário. Nada impede, também, que a cessão venha ter como escopo créditos/direitos decorrentes de fatos futuros e/ou incertos, o contrato em comento pode ser aleatório – sendo expressamente pactuados os riscos.

Na cessão do crédito, o cedente fica responsável ao cessionário (securitizador) pela existência de crédito ao tempo que lhe cedeu (2010, p.83).

A empresa cedente, neste caso, poderá retirar de seu balanço o crédito, ao mesmo tempo em que não comprometerá com o aumento de passivo, pois ocorreu apenas um fato permutativo dentro do ativo – retirada de valores da conta “direitos a receber”, e aumento de valores da conta “caixa”. Tal fato é importante, pois oferece liquidez para a empresa sem aumento do passivo – melhorando alguns índices financeiros da empresa.

No contrato de cessão, os cedentes ao aumentar a garantia, oferecendo uma possível recompra dos créditos, modificam a relação obrigacional. Não há que se falar do evento permutativo – pois o crédito continuará no balanço da empresa.

É importante atentar ao que será acordado no contrato, justamente para evitar dissabores residuais do negócio principal – a cessão do crédito. A legislação brasileira veda a retirada do ativo, do balanço do cedente, enquanto a cessão não ser efetivada.

O entendimento é que no contrato de cessão, mesmo que se deseje eventuais garantias, seja expresso que a cessão será totalmente realizada. Essa operação é denominada como “*true sale*”.

Após o processo inicial de cessão de crédito, a companhia securitizadora, em um próximo passo, utilizará um veículo securitizador para estruturar toda operação.

A normatização para estruturação da companhia securitizadora é delimitada por amparo normativo na CVM, e como não há legislação específica para companhia securitizadora, utiliza-se os regramentos da CVM que dispõe do registro de emissores de valores mobiliários, ICVM 480 (CVM, 2009).

No momento da edição do presente trabalho, iniciava-se no dia 27 de agosto de 2020, audiência pública para uma compilação normativa para companhias securitizadoras, havendo sido o período final para possíveis observações e comentários o dia 31 de outubro de 2020³.

³ Disponível: http://www.cvm.gov.br/audiencias_publicas/ap_sdm/2020/sdm0520.html, Acesso em: 20/10/2020

Atualmente na legislação pátria são utilizados dois tipos de instrumentos considerados como veículos para consecução da securitização, a sociedade de propósito específico e fundos de investimento.

O veículo securitizador viabilizará a emissão de títulos lastreados nos créditos ora objeto de cessão.

Na esfera agrícola é comum a utilização de títulos como debêntures, CRA, ou até mesmo a estruturação de um fundo de investimento de direito creditório (FIDIC).

Os títulos iniciais, quando empacotados em uma estrutura de veículo securitizador, podem apresentar estrutura própria, com prazos e condições distintas em relação ao crédito lastreado.

O veículo securitizador é aquela entidade com propósito específico que se vê revestida de sociedade - conforme art. 44 do Código Civil, e desse modo, estabelece uma sociedade de propósito específico, SPE (BRASIL,2002).

Esta sociedade não constitui um novo tipo societário, não é considerada uma espécie societária autônoma, mas utiliza-se de uma das formas de sociedade dispostas no código civil [art. 1039~1092] (BRASIL, 2002).

A companhia securitizadora será, obrigatoriamente, estruturada sob a forma de sociedade anônima (BRASIL, 1997, 2004).

Por isso, a utilização da SPE em uma operação de securitização deverá obedecer aos preceitos da lei 6404/76, (BRASIL,1976).

Esta terá em seu estatuto, objeto social exclusivamente alinhado ao objetivo estrito e vinculado ao crédito cedido, e, por conseguinte, terá a função única ao propósito da securitização.

A SPE ganhou relevância na securitização, pois a legislação condicionou através desta, a emissão de dois valores mobiliários muito populares atualmente- na área agrícola (CRA - Certificado de Recebíveis do Agronegócio) e imobiliário (CRI - Certificado de Recebíveis Imobiliários).

Forma alternativa de estruturação da securitização, têm-se os fundos de investimento que são constituídos como condomínio, sem personalidade jurídica, e estruturado em documentos que lhe conferem suas regras.

A legislação dos fundos de investimento encontra-se regulamentada desde 2001, através da ICVM 356. Os parâmetros de regulação da CVM servem de base para o estabelecimento de um regulamento em que definirá natureza do fundo, política de investimento e composição da carteira, procedimentos formais para cessão e elegibilidade, além de parâmetros para administração e gestão do fundo (CVM,2001).

A comunhão de recursos do fundo seguirá o estabelecido no estatuto, e em prospecto inicial lançado junto aos investidores/cotistas. Nesse veículo securitizador, as cotas representam a fração ideal representativa do vínculo do investidor ao patrimônio líquido do fundo. A responsabilidade patrimonial do quotista é restrita às cotas que venham subscrever, e na organização do fundo, as cotas submeter-se-ão a parâmetros distintos em ordem de pagamento e/ou amortização.

As cotas podem ser divididas em classe sênior, que são cotas com preferência em relação às demais na ordem de pagamento dos recursos, e classe subordinada que serão subordinadas às demais na ordem de pagamento. Na classe sênior, é possível, ainda, divisão em uma ou mais séries, com diferentes remunerações e prazos para pagamentos, mas sem existência de qualquer subordinação entre as séries.

A remuneração das cotas segue a observação de risco-retorno, oferecendo possibilidades de risco para diferentes tipos de investidores, além de oferecer um mecanismo de proteção ao estresse da carteira do fundo de investimento.

O veículo securitizador a ser utilizado dependerá da estrutura e modelo de negócio a ser formatado. Os fundos de investimento, principalmente os fundos de investimento em direitos creditórios, estão em destaque quando comparados a SPE, pois possuem um custo relativamente menor de estruturação, considerável diminuição tributária, rendimentos e ganhos líquidos auferidos por suas carteiras são isentas de imposto de renda, além de oferecer segurança equivalente ao sistema da SPE.

Os certificados de recebíveis imobiliários e agrícolas são títulos de créditos delimitados também como valores mobiliários, e conferem benefícios da emissão e

distribuição através do mercado de capitais, além de facilitadores de ordem tributária, e são estruturados como modelo de fomento para indústria imobiliária e agrícola.

1.5) SECURITIZAÇÃO E CONTRATOS ACESSÓRIOS

O esforço da securitização está em colocar os créditos, ora objeto de cessão, em títulos de dívida com liquidez, via mercado de capitais, e, para isto, utilizar-se-á diversos contratos acessórios para estruturação da operação como: Contrato de avaliação de riscos (agência de classificação de risco), contrato de administração (administrador), contrato de custódia (custodiante), contrato de gestão (gestor), contrato de cobrança, contrato de consultoria (advogados), contrato de auditoria independente, contrato de distribuição (*underwriting*), entre outros.

A utilização de cada contrato acessório dependerá de cada operação em específico. Tanto a utilização do fundo ou SPE utilizarão contratos acessórios, conforme legislação da CVM.

Na figura abaixo é possível observar a dinâmica da securitização, e de alguns participantes do mercado. Houve omissão de algumas figuras como a CVM, com o intuito de facilitar o entendimento neste momento:

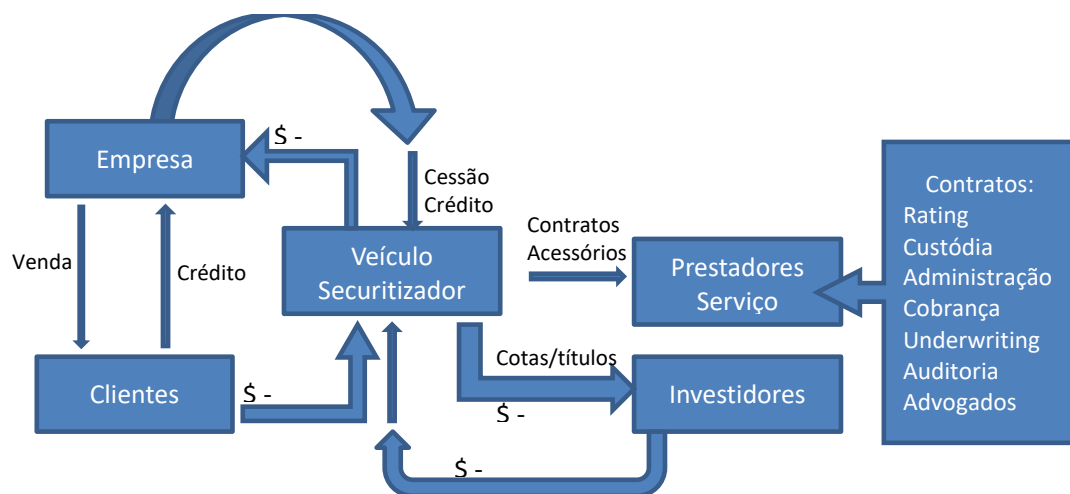


Figura. 1.1, estrutura básica securitização.

A operação estruturada apesar de conter vários participantes possui uma formatação simples. Transporte de um crédito existente por uma empresa

(denominada de cedente) para um mercado de capitais ávido por fluxos de caixa futuros.

Enquanto a estruturação da securitização encontra-se uma grande quantidade de esforço, existem outras fases da securitização que irão dar suporte para o carregamento do crédito até o investidor final, seja na administração, monitoramento, gestão e cobrança.



Figura 1.2, Fases da securitização

Nessa organização, realiza-se o empacotamento dos créditos de modo a gerar segurança jurídica para os investidores em termos retorno de capital, e avaliação de risco.

Os contratos acessórios mencionados na figura 1.1 possuem aspecto central para colocação no mercado de capitais de títulos lastreados na cessão realizada. Utiliza-se a comunhão destes contratos, junto ao contrato de distribuição ou *underwriting* para venda dos títulos/cotas aos investidores qualificados.

Os contratos de *underwriting* tem como escopo a distribuição primária de valores mobiliários, e possui modalidades em que é acordado apenas o melhor esforço, ou uma compra antecipada pelo distribuidor, ou misto entre esforço e compra antecipada.

O termo *underwriter* refere-se à instituição financeira que se compromete mediante o recebimento de remuneração, comprar valores mobiliários e vendê-los posteriormente, ou apenas realizar a intermediação na venda dos valores mobiliários junto aos investidores. Utiliza-se os regramentos da ICVM 400.

Dispõe o artigo 3º a ICVM 400:

“Art. 3º São atos de distribuição pública a venda, promessa de venda, oferta à venda ou subscrição, assim como a aceitação de pedido de venda ou subscrição de valores mobiliários, de que conste qualquer um dos seguintes elementos:” (CVM, 2003)

O contrato de *underwriting* é o elo entre o investidor e o elemento securitizado, valor mobiliário.

Os ativos comercializados e distribuídos, ficam sob a guarda e proteção de um agente de custódia, estes normalmente são responsáveis pelo recebimento do pagamento da carteira de ativos, assim como a cobrança dentro de um inadimplemento. São devidamente cadastrados junto a CVM, e são regulados através da ICVM 542 (CVM, 2013).

É comum o agente de custódia oferecer prestação de serviço na cobrança da carteira de ativos-lastro. Este contrato normalmente é integrado ao agente de custódia, entretanto é possível ter uma empresa especializada apenas na cobrança.

A validação dos recebíveis, análise dos contratos, muitas vezes é necessária, para isso existe o perito-contador que deverá prestar serviços de auditoria independente. O perito-contador será responsável por exame dos instrumentos financeiros objetos da cessão, assim como a validação dos demonstrativos trimestrais do fundo. A auditoria independente no âmbito do mercado de valores mobiliários seguirá os preceitos da ICVM 308 (CVM, 1999).

O perito contador será responsável por analisar se existe compatibilidade dos investimentos realizados com a definição do prospecto ou política de investimento.

A CVM mantém cadastro dos auditores independentes – o cadastro pode ser do responsável técnico pela empresa ou do profissional independente.

A operação uma vez finalizada, tem o agente fiduciário como responsável na defesa dos interesses dos investidores.

No contrato do agente fiduciário é estabelecido poderes de atuação na atividade de fiscalização e monitoramento dos créditos objetos de cessão. Caberá o cumprimento da ICVM 583, com autorização do Banco Central do Brasil, e este deverá assumir a administração da carteira da securitizadora, caso ocorra insolvência da companhia administradora (CVM, 2016).

Os diversos contratos em comento são organizados através de advogados, em que criam o vínculo desde a cessão de crédito, entre outros contratos para a estruturação da operação.

Haverá elaboração de todos os documentos pertinentes para a estruturação – a documentação terá dois objetivos, a segurança jurídica e o sucesso da operação.

CAPÍTULO II: PRESSUPOSTOS LEGAIS

A securitização não tem uma legislação própria compilada em um regramento único.

O pressuposto legal está diretamente relacionado a possibilidade de arranjos contratuais atípicos no âmbito de direcionar o fluxo de crédito para criação de valores mobiliários e recebimento imediato de receita para aliviar uma possível crise empresarial, ou até mesmo oferecer crédito para um determinado segmento de mercado.

O fato de os contratos serem mercantis e como escopo a cessão de crédito – aqueles deverão seguir os ordenamentos da teoria geral dos contratos, e obrigações, enquanto estes deverão respeitar o negócio jurídico e a lei específica em relação ao título de crédito ora objeto de cessão.

O Código Civil (Lei 10.406/2002) revogou a primeira parte do Código Comercial de 1850, e por isso, também, recorre-se em definições empresariais – e elementos de contrato, obrigações, negócio jurídico, além de constituição de empresa e suporte para aplicação da Lei de Sociedades Anônimas (Lei 6404/76).

Devido a característica de operação estruturada, os regramentos da securitização encontram-se esparsos no ordenamento jurídico. O principal órgão regulador e fiscalizador é a Comissão de Valores Mobiliários (CVM).

A consecução da operação estará sob tutela e regimento da CVM (Comissão de Valores Mobiliários).

No processo histórico, o mercado de capitais passou por uma maturação dos órgãos reguladores e fiscalizadores. Atualmente o regramento com diretrizes, fiscalização e supervisão estão em um relacionamento conjunto com CMN (Conselho Monetário Nacional), Banco Central e CVM.

A reforma do sistema financeiro advém da década de 60, período em que foi introduzida a lei 4595/64, que criou as estruturas básicas necessárias para o funcionamento de um sistema financeiro nacional. No artigo primeiro da referida lei, houve o desmembramento do sistema financeiro nacional em diferentes órgãos com atribuições delimitadas como normativas, de supervisão, e de operação.

O órgão normativo responsável por diretrizes do mercado financeiro e de capitais foi denominado de Conselho Monetário Nacional (CMN). Na tutela do CMN foi estabelecido um órgão para supervisão e regulação destes mercados – houve a instituição do Banco Central do Brasil. Entre suas principais atribuições estabelecidas, conforme consta art. 10 da lei 4595/64 – é ser a autoridade monetária brasileira.

No ano seguinte (1965) foi instituído a lei do mercado de capitais (lei 4728/65) fortalecendo ainda mais a estrutura financeira do país. Houve a criação de incentivos para fomento de um mercado até então incipiente (BRASIL, 1965).

As atividades imbuídas para o Banco Central do Brasil cobriam um amplo espectro. A dificuldade de regular um mercado tão grande foi notório, e com o objetivo de melhorar a fiscalização do mercado de capitais, delegou parte de suas atividades de fiscalização para GMEC (Gerência de Mercado de Capitais).

Apenas com a edição da lei 6385/76 que criou a CVM – autarquia federal vinculada atualmente ao ministério da fazenda, o Banco Central conseguiu ter condições de dividir responsabilidades para regulação e fiscalização do mercado de capitais (BRASIL, 1976).

A CVM, no primeiro momento, atuava paralelamente ao GMEC no sentido de fomentar e melhorar a estrutura do mercado de capitais brasileiro. Entretanto, ao longo do tempo, a CVM ganhou autonomia e destaque até a extinção completa do GMEC.

Atualmente tanto a CVM quanto o Banco Central possuem total autonomia para realizar a regulação e fiscalização do mercado de capitais, e de modo extensivo para securitização. Vale ressaltar que estão amparados sob a chancela das diretrizes do CMN.

A comissão de valores mobiliários tem como objetivo amplo, não apenas regulamentar toda a operação estruturada, mas fomentar a formação de poupança e sua aplicação em valores mobiliários.

O interesse da autarquia está na promoção e expansão de modo eficiente do mercado seja de ações, na ampliação do capital social de companhias abertas sob controle de capitais privados nacionais; ou sobre os direitos creditórios, ou valores mobiliários.

A CVM é organizada através da superintendência de registro de valores mobiliários, e tem papel fundante no auxílio de ofertantes, distribuidores, e outros participantes do mercado. Esta superintendência divide-se em três gerências de registro, sendo duas responsáveis por análises de ofertas de valores mobiliários, e a terceira cuidando de detalhes de revisão e aplicação da lei junto as outras duas.

As ofertas e distribuição referentes ao mercado agrícola, certificados de recebíveis agrícolas, são analisadas pela gerência de registro número 01.

A superintendência de registro de valores mobiliários é uma camada de segurança jurídica na aplicação da norma exigida, exercendo o papel de proteger os titulares de valores mobiliários e os investidores do mercado contra emissões irregulares de valores mobiliários, contra atos ilegais de administradores e acionistas das companhias abertas, ou de administradores de carteira de valores mobiliários e contra o uso de informação relevante não divulgada no mercado de valores mobiliários.

É comum a produção de circulares ou entendimentos reiterados, fazendo jurisprudência, evitando ou coibindo modalidades de possível erros, fraude ou manipulação destinados a criar condições artificiais de normas legislativas.

Os dados e informações produzidas estão disponíveis de forma pública, garantindo o acesso público das informações sobre valores mobiliários.

A CVM além de regular a emissão de todos os valores mobiliários, ainda tem como fator preponderante a competência exclusiva para regular, fiscalizar e registrar todos os fundos de investimento no Brasil.

No processo de securitização, todos os valores mobiliários lastreados em ativos, ora objeto de cessão, serão devidamente regulados pela CVM.

Os valores mobiliários como maiores quantidades de emissões na securitização de recebíveis mercantis são as debêntures, quotas de fundos de investimentos, certificados de recebíveis imobiliários e Certificados de recebíveis do Agronegócio.

A CVM utiliza-se de instruções normativas afim de regular o mercado de capitais, seus agentes, e a estruturação das operações.

O tipo de crédito originário (ativo-lastro) determinará qual o valor mobiliário a ser emitido, e, por conseguinte, determinará qual veículo securitizador a ser utilizado, quais agentes participantes, e quais instruções normativas pertinentes.

Os créditos da área imobiliária e agrícola serão lastreados por valores mobiliários específicos - conforme legislação- Lei 9.514/97 e 11.076/04 respectivamente (BRASIL, 1997, 2004).

Nas legislações em comento, estabeleceram a exclusividade de uma companhia securitizadora na emissão de tais valores mobiliários. A CVM estruturou instruções normativas com o objetivo de fiscalizar e dar transparência relativo a informações de mercado.

A companhia securitizadora de ativos originários da área imobiliária e/ou agrícola terá como veículo securitizador uma Sociedade de propósito específico com formato de sociedade anônima (lei 6404/76). Esta sociedade emitirá valores mobiliários CRI (certificados de recebíveis imobiliários) ou CRA (Certificados de recebíveis agrícola) (BRASIL, 1976).

Antes da emissão dos CRI's ou CRA's, as companhias securitizadoras adquirem ativos para lastrear toda operação na emissão dos valores mobiliários.

Os ativos-lastro são adquiridos através de um contrato de cessão ou através de cédulas - títulos representativos de um crédito. As cédulas mais comuns na securitização são da área bancária (CCB), Imobiliária (CCI), e do produtor rural (CPR).

Normalmente tanto o contrato de cessão quanto as cédulas são representadas por uma escritura pública, ou instrumento particular de escritura, e,

caso necessário, observam-se os requisitos apresentados em lei da cédula em específico.

Uma vez realizado o contrato de cessão ou instituído instrumento para emissão das cédulas, estas deverão ter registro e custódia junto a instituição devidamente autorizada na CVM.

As cédulas, assim como o contrato de cessão podem ter algum tipo de garantia vinculado à operação.

Duas modalidades populares de garantia na securitização são a alienação fiduciária e a carta/seguro fiança. Os regramentos estabelecidos na lei 9.514/97 e 10.931/04, elencam um rol de garantias para financiamento imobiliário com utilidade para garantia na securitização (BRASIL, 1997, 2004).

Vale ressaltar que a partir da lei 9514/97- a alienação fiduciária tornou-se presente como modalidade de garantia para o mercado imobiliário. Ao longo dos anos esta modalidade tornou-se a mais popular entre outras garantias existentes. No mercado do agronegócio é possível utilizar-se de um reforço no crédito, garantias fidejussórias, reais, ou seguros específicos para absorção de determinado risco.

O cerne da securitização está em criar o vínculo entre o ativo-lastro (exemplo das cédulas e/ou contratos) com os valores mobiliários pertinentes.

No caso da securitização imobiliária ou do agronegócio utiliza-se o termo de securitização, um contrato que liga todos os outros contratos, relacionando a emissão ao modelo de securitização, demonstrando aos participantes envolvidos, como será a operação, e detalhes dos títulos ora lastreados. Este termo é um documento formal e possui obrigatoriamente a definição e identificação de cada crédito ora cedido, seja contrato de cessão, seja cédula, a forma da estruturação e os agentes participantes da operação, registro do termo de securitização, forma de missão e oferta/distribuição dos valores mobiliários, estrutura de registro na CVM, gastos da operação, administração, custos gerais, obrigações e direitos da emissora, descrição das responsabilidades dos agentes envolvidos, tipo de valor mobiliário, formatação, prazo, riscos, garantias, atendimento das instruções normativas via CVM.

A legislação 9514/97 em seu artigo 8º estabelece:

Art. 8º A securitização de créditos imobiliários é a operação pela qual tais créditos são expressamente vinculados à emissão de uma série de títulos de crédito, mediante Termo de Securitização de Créditos, lavrado por uma companhia securitizadora, [...] (BRASIL,1997)

Antes da edição da ICVM 600, legislação que estrutura a operação de securitização de Certificado de Recebíveis do Agronegócio, a estrutura básica de securitização era por analogia a mesma dos CRI, e por isso, o termo de securitização possui a mesma característica na emissão dos certificados de recebíveis agrícolas.

Na edição da lei 11.076/04, no artigo 37, inciso VIII, apresenta-se como requisito o termo de securitização na estruturação do CRA (BRASIL, 2004).

Uma vez realizado o termo de securitização, este será o elo entre contrato cedido e os valores mobiliários. A partir do termo de securitização haverá a efetiva consolidação da estruturação dos valores mobiliários- seja uma CRI (certificado de recebível imobiliário) ou CRA (certificado de recebível do agronegócio).

Após a vinculação através do termo de securitização, os valores mobiliários poderão ser efetivamente distribuídos a investidores. A CVM oferece duas possibilidades de distribuição dos valores mobiliários - seja por esforços restritos, apenas para uma determinada gama de investidores- normalmente para 50 investidores qualificados, seja uma distribuição aberta para um público mais amplo (CVM, 2009, 2000).

A distribuição dos valores mobiliários será fundamental para o fechamento do ciclo da securitização, transportando o capital do lado superavitário para a parte deficitária do sistema.

Ao encerrar o ciclo de captação financeira, inicia-se um o processo de gerenciamento dos valores mobiliários de modo a estruturar a continuação do recebimento de recebíveis, com a execução de determinada garantia caso seja necessário.

CAPÍTULO III: SECURITIZAÇÃO NO AGRONEGÓCIO

A securitização de créditos agrícolas, principalmente o CRA, foram objetos de diversas dúvidas, em razão de não existir, inicialmente, uma legislação própria para emissão e distribuição desses valores mobiliários.

A superintendência de registro de valores mobiliários tentou dirimir as diversas dúvidas, e dentre consultas realizadas no âmbito da oferta e distribuição de Créditos Agrícolas, cabe analisar o pedido da rede de restaurantes Burger King.

Naquele momento, no ano de 2016, havia consolidação do entendimento da CVM sobre uma destinação mais restrita da oferta e distribuição do CRA (certificado de recebíveis do Agronegócio), entendimento completamente diverso ao que preceitua a lei 11.076/04 em seu artigo 23 §1º:

§1º Os títulos de crédito de que trata este artigo são vinculados a direitos creditórios originários de negócios realizados entre produtores rurais, ou suas cooperativas, e terceiros, inclusive financiamentos ou empréstimos, relacionados com a produção, a comercialização, o beneficiamento ou a industrialização de produtos ou insumos agropecuários ou de máquinas e implementos utilizados na atividade agropecuária. (BRASIL,2004)

O legislador não ofereceu definição restrita sobre a origem do crédito, permitindo o entendimento amplo no fomento de crédito de toda cadeia de produção.

3.1) CASO BURGER KING

No caso concreto, caso Burger King, o memorando da CVM asseverou:

Entretanto, entendemos que se faz necessário o estabelecimento de limites à extensão da cadeia de agronegócio, ao menos para fins de análise do presente caso. Não se pode perder de vista que se está diante de título cuja remuneração goza de isenção de Imposto de Renda, fato que exige do aplicador do direito a realização de criteriosa interpretação da norma jurídica, com vista a evitar que setores diversos do agronegócio possam ser indevidamente beneficiados. Nesse aspecto, não se pode olvidar que a lei que concede isenção sobre tributos⁴

A rede de restaurantes Burger King é grande consumidora de carne em formato de hambúrguer, e, nesse sentido, buscou modos de fomentar sua operação

⁴ Memorando SEI/CVM-0125799, P.10. Acesso em: 02/09/2020 18:14

Disponível em < http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisoes/anexos/2016/20160830/0291__SRE.pdf >

com emissão de debêntures que lastreavam Certificados de Recebíveis Agrícolas, para abastecimento de carne em sua operação.

O benefício, no caso em comento, seria indireto para o produtor rural, agroindustrial, e por isso o entendimento da CVM foi restritivo.

No mesmo memorando da CVM, foi observado o seguinte:

Diante disso, cabe à CVM na ausência de norma específica que estabeleça limites claros ao conceito de direito creditório do agronegócio – buscar a melhor definição de acordo com os elementos do caso concreto, sempre levando em consideração as finalidades que norteiam sua atuação, previstas no art. 4º da Lei nº 6.385/76 e sintetizadas nas bases de regulação do mercado de valores mobiliários, divulgadas pela Autarquia em 1979: A CVM, obedecendo aos postulados da economia de mercado, persegue um mercado de valores mobiliários eficiente, que, para tanto, precisa ser livre, competitivo e informado, e deseja também um mercado confiável como resultado de uma adequada proteção e harmonização dos interesses de todos os que nele transacionam.⁵

O observado no memorando refere-se ao artigo 4º da lei que cria a Comissão de valores mobiliários, lei 6385/76:

Art. 4º O Conselho Monetário Nacional e a Comissão de Valores Mobiliários exercerão as atribuições previstas na lei para o fim de:

- I - Estimular a formação de poupanças e a sua aplicação em valores mobiliários;
- II - Promover a expansão e o funcionamento eficiente e regular do mercado de ações, e estimular as aplicações permanentes em ações do capital social de companhias abertas sob controle de capitais privados nacionais;
- III - assegurar o funcionamento eficiente e regular dos mercados da bolsa e de balcão;
- IV - Proteger os titulares de valores mobiliários e os investidores do mercado contra:
 - a) emissões irregulares de valores mobiliários;
 - b) atos ilegais de administradores e acionistas controladores das companhias abertas, ou de administradores de carteira de valores mobiliários.
 - c) o uso de informação relevante não divulgada no mercado de valores mobiliários. (Alínea incluída pela Lei nº 10.303, de 31.10.2001)
- V - Evitar ou coibir modalidades de fraude ou manipulação destinadas a criar condições artificiais de demanda, oferta ou preço dos valores mobiliários negociados no mercado;
- VI - Assegurar o acesso do público a informações sobre os valores mobiliários negociados e as companhias que os tenham emitido;
- VII - assegurar a observância de práticas comerciais equitativas no mercado de valores mobiliários;
- VIII - assegurar a observância no mercado, das condições de utilização de crédito fixadas pelo Conselho Monetário Nacional. (BRASIL, 1976)

A lei 6385/76 estabelece limites na finalidade desta autarquia, delimitando a atribuição específica de disciplina e fiscalização (BRASIL, 1976).

⁵ Memorando SEI/CVM-0125799, P.12, Acesso em: 02/09/2020 18:14

Disponível em < http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisoes/anexos/2016/20160830/0291__SRE.pdf >

Observa-se que a CVM ao limitar o alcance de um valor mobiliário, ora título de crédito CRA (Certificado de Recebíveis Agrícolas), quanto sua distribuição e oferta, aquela ultrapassaria a mera disciplina de emissão/distribuição e/ou negociação/intermediação, portanto além da delimitação legal daquela autarquia.

Se o legislador contemplou uma abrangência ampla, o entendimento de restrição não poderia originar-se da autarquia, mas sim do próprio legislador.

Nesse diapasão, em consonância com a Constituição Federal em seu artigo 5º, inciso II, entende-se que não há embasamento legal, e, por isso, ainda que tal conduta houvesse amparo normativo administrativo, não seria suficiente para vincular tal exigência.

A exigência feita pela autarquia fere expressamente o princípio da legalidade, pois ninguém será obrigado a fazer ou deixar de fazer alguma coisa senão em virtude de lei.

A conduta da empresa securitizadora, em nome da rede de restaurantes Burger King, ao realizar consulta na estruturação da oferta e distribuição, estabeleceu o vínculo da boa-fé objetiva, utilizou-se do direito preceituado no artigo 13 da lei 6385, enquanto a autarquia buscou os próprios interesses ao criar fato legislativo novo, através de novo entendimento naquele momento.

A cumprimento de qualquer obrigação deve ser realizado na constância da lei, e não de um ato normativo, como o delimitado em memorando.

No mesmo memorando, na página 14, se afirma que:

uma vez que o conceito de direito creditório do agronegócio, embora previsto em lei (art. 23, § 1º, da Lei nº 11.076/04), não possui limites precisos e pode ser objeto de interpretação demasiadamente ampla, como o presente caso demonstra⁶.

Veja que o limite é tênue, ora é possível uma interpretação demasiadamente ampla, ora a autarquia poderia limitar de modo demasiado, como consta a argumentação relatada.

⁶ Memorando SEI/CVM-0125799, P.14, Acesso em: 02/09/2020 18:14

Disponível em < http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisooes/anexos/2016/20160830/0291__SRE.pdf >

Outra argumentação analisada refere-se a proteção dos investidores que irão adquirir os valores mobiliários ora ofertados, pois ao adquirir um CRA (Certificado de Recebíveis Agrícolas) espera-se que o fluxo de caixa e o risco negocial sejam estritamente relacionados com a questão agrícola, e/ou rural, porém uma rede de restaurantes possui caixa próprio, com perfil de risco diverso daquele da cadeia produtiva do agronegócio.

Por isso, há o entendimento que mesmo ultrapassando competência no ato normativo, poderia sim a fiscalização da CVM restringir a oferta e distribuição em tal cenário.

A legislação em nenhum momento vincula o fluxo de pagamento de recebíveis futuros, ao fluxo de caixa da empresa securitizada, muito menos preceitua a existência única do risco negocial estrito da atividade agropecuária/rural.

No caso Burger King, as debêntures darão lastro ao Certificado de Recebíveis Agrícolas, e serão diretamente atreladas ao fluxo de recebíveis para financiamento da compra de carne processada. Foi acordado a apresentação dos contratos com a empresa processadora de carne, no âmbito de vínculo de recebíveis no fomento da empresa participante da cadeia do agronegócio.

No próprio artigo 23 §1º da lei 11.076, contém a palavra “terceiros” que provavelmente adicionaria na relação alguma empresa com fluxo de caixa ou com riscos estranhos a atividade eminentemente agrícola/rural (BRASIL, 1976).

Argumento utilizado para possível não aceitação da operação, seria em relação a proteção do investidor, porém este tem acesso ao prospecto e toda a informação da estrutura da operação, sendo o mero argumento de risco ao investidor - no mínimo incompatível com a perspectiva regimental da transparência e entrega de documentos, permitindo a decisão que melhor convir aquele investidor.

O risco é diretamente associado ao aumento de garantia ou retorno sobre o investimento – e não na limitação da possível oferta e/ou distribuição do valor mobiliário.

A despeito da restrição imposta, a CVM não viu com bons olhos a inovação de lastrear o CRA (Certificado de Recebíveis Agrícolas) em debêntures de empresa

fora do segmento rural/agropecuário, e justamente nesse sentido lançou o seguinte questionamento:

Afinal, vale questionar: por que um emissor de valores mobiliários emitiria debêntures a fim de constituírem lastro de uma emissão de CRA, ao invés de distribuir as debêntures diretamente ao mercado, se não fosse pelos incentivos fiscais advindos de tal estruturação?⁷

Após o imbróglio apresentado seria cabível o entendimento que a oferta e distribuição de possível CRA lastreado nas debêntures da rede de restaurantes Burger King, não seria aceito pela autarquia.

Após recurso da securitizadora responsável pela emissão, houve decisão colegiada favorável a oferta/distribuição, fato divergente ao apresentado pela equipe técnica, e, deste modo, não foi realizada interpretação extensiva ou restritiva – mas apenas o estabelecido no artigo 23 §1º da Lei 11076/04.

Os votos não foram unânimes, justamente no âmbito de não vinculação entre o fluxo de caixa da empresa em relação a atividade agropecuária/agrícola.

Por isso, a aprovação da emissão e conseqüentemente oferta/distribuição foi permitida com ressalvas, estes referentes a estrita prestação de contas do fluxo de recebíveis, e utilização dos recebíveis apenas para consecução do negócio agroindustrial.

A decisão foi deferida a favor de recurso apresentado pela securitizadora, com ressalvas, mas apresenta-se como precedente importante na possibilidade de emissão de CRA com lastro de terceiro (não envolvido diretamente com a parte agropecuária/rural), no caso, debêntures em operações com CRA. Segue modelo securitização Burger King:

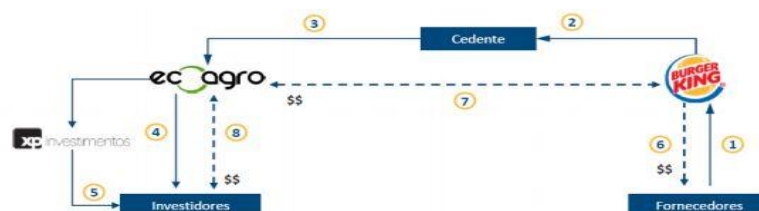


Figura 01 – Operação de Securitização Burger King.⁸

⁷ Memorando 61/2016 -CVM/SER/GER-1, P. 59, Acesso em 25/08/2020 site: <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisoes/anexos/2016/20160830/0291__SRE.pdf>

⁸ Imagem disponível em <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisoes/anexos/2016/20160830/0291__SRE.pdf>

A figura possui a seguinte interpretação: A devedora, no caso em comento o Burger King, possui contratos com fornecedores de produtos agropecuários (carne *in natura* – hambúrguer), esse processo é mostrado no fluxo da seta (1) da imagem acima.

Por meio de escritura de debêntures, conforme os artigos 52 da Lei das Sociedades Anônimas, e manifestação de vontade, artigos 53 e 59 (BRASIL,1976), haverá emissão das debêntures, e, nesse sentido, a captação de recursos deverá ser vinculada aos contratos originalmente contraídos junto aos fornecedores, pois há exigência expressa na emissão de CRA no vínculo da destinação de recursos.

As debêntures serão emitidas conforme escritura de emissão, referência ao artigo 58 da Lei de SA (BRASIL,1976), seta (2) da imagem acima, no qual posteriormente subscreverá as debêntures, em face da emissora, realizando cessão para emissora (EcoAgro), seta (3) da figura, e a emissora emitirá uma série de CRA, seta (4) da figura, lastreado nas debêntures que foram objeto de cessão, seta (3) da figura.

O coordenador Líder, Xp investimentos, irá distribuir os títulos CRAs no mercado por meio de oferta pública, seta (5) da figura, e os recursos da captação serão objeto de liquidez para o Burger King quitar os fornecedores de carne *in natura*, seta (6) da figura.

O Burger King paga para emissora, EcoAgro, as debêntures conforme constam na escritura de debêntures, seta (7) da figura, e por conseguinte a emissora repassa para os investidores o retorno dos recebíveis conforme consta nos CRAs ora adquiridos junto ao coordenador Líder, seta (8) da figura.

A decisão final do colegiado chegou à seguinte conclusão:

O Colegiado, por maioria, nos termo do voto do Presidente Leonardo Pereira, deliberou o deferimento do recurso em favor dos Recorrentes, condicionando o registro da Oferta à previsão, na escritura das Debêntures, de que a Devedora, em sua prestação de contas trimestral à Ofertante, deverá anexar as notas fiscais relativas ao pagamento dos Fornecedores, ficando o Agente Fiduciário responsável por verificar o cumprimento de tal obrigação⁹

⁹ Processo CVM: 19957.001669/2016-13, Acesso em 25/08/2020
<http://www.cvm.gov.br/decisooes/2016/20160830_R1/20160830_D0291.html>

3.2) CASO SYNGENTA

O precedente do processo do Burger King, serviu de amparo para entendimento semelhante junto a oferta e distribuição de CRA da empresa de defensivos agrícolas Syngenta, pois demonstrou possível a constituição de lastro de CRA vinculado a dívidas de emissão de terceiros (próprio Burger King – debêntures).

A operação de securitização da Syngenta se deu do seguinte modo:

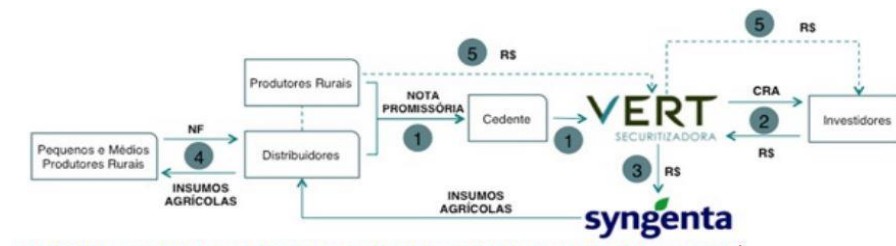


Figura 03 – Operação de Securitização Syngenta¹⁰

A Syngenta vende seus produtos através de distribuidores, e na operação os distribuidores revendem para produtores rurais.

No item (1) da figura acima, os produtores rurais e distribuidores emitem nota promissória, cedem para a securitizadora os créditos referentes a obrigação de pagamento de insumos adquiridos. A securitizadora, com recursos dos investidores, item (2) da figura, através da CRA, como contraprestação das notas promissórias, paga o preço de aquisição dos insumos para a Syngenta, item (3) da figura 3.

Os distribuidores revendem os insumos para pequenos e médios produtores rurais, conforme pedido prévio, item (4) figura 3. Os valores remanescentes do *spread* serão amortizados, e direcionados para pagamentos de juros e principal do CRA, item (5).

Os distribuidores constituíram notas promissórias em favor da Syngenta, e esta utilizaria como lastro na emissão de CRA.

Na análise da possibilidade da estruturação da operação, a área técnica da CVM entendeu inicialmente a impossibilidade de equiparar distribuidores com produtores rurais, porém por decisão do colegiado, houve entendimento que seria

¹⁰ Imagem disponível: <<http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisoes/anexos/2017/20171121/0845.pdf>>

possível o distribuidor fazer parte da relação negocial, como terceiro, entretanto haveria necessidade das notas promissórias mostrarem vínculo direto com créditos rurais, ou algum crédito originário de cooperativa ou outro meio direto ao produtor rural.

A preocupação da CVM encontra-se no fato que uma empresa, mesmo que seja do segmento agrícola ou não, possui comunhão de contratos distintos – não apenas relativos a créditos oriundos de atividades agrícolas, e isto poderia oferecer margem para emissões de oferta e distribuição que destoassem do preceito estabelecido em lei, vínculo imediato a atividades agrícolas.

Segue trecho da decisão do colegiado:

O Colegiado, por maioria, decidiu indeferir o recurso, por entender que, da forma como estruturada, a Oferta não satisfaz o requisito legal estabelecido no art. 23, § 1º, da Lei nº 11.076, de 2004, na parte relativa aos CRA lastreados em notas promissórias emitidas por distribuidores. De acordo com o referido dispositivo legal, os CRA devem ter por lastro direitos creditórios originários de negócios realizados entre produtores rurais, ou suas cooperativas, e terceiros. No entanto, no presente caso, os negócios de venda de defensivos agrícolas realizados entre distribuidores e a Syngenta não se prestam ao cumprimento de tal exigência, uma vez que nenhuma das partes é produtora rural.

Em contrapartida, os negócios de venda de defensivos agrícolas realizadas entre distribuidores e os produtores rurais poderiam ser vinculados às notas promissórias que servem de lastro aos CRA. No entanto, a existência desses negócios é futura e incerta, dada a ausência de formalização dessas relações jurídicas previamente à emissão dos CRA. Ainda que possa ser considerada provável, em razão da destinação natural e legalmente controlada dos defensivos agrícolas, a existência desses negócios permanece incerta, dado o risco comercial incorrido pelo distribuidor de não conseguir revender todo o seu estoque junto a produtores rurais. Desse modo, da forma como estruturada, a Oferta não assegura que, conforme exigido pelo art. 23, § 1º, da Lei nº 11.076, de 2004, os CRA a serem distribuídos estejam integralmente lastreados em direitos creditórios originados de negócios realizados entre produtores rurais, ou suas cooperativas, e distribuidores. Nada obstante, divergindo da posição da SRE, o Colegiado, por maioria, entendeu que, uma vez formalizados os negócios jurídicos previamente à emissão dos CRA, seja por meio de contratos seja por meio da emissão de títulos de crédito pelos produtores rurais, a Oferta poderia ser realizada sem que fosse necessário (i) submeter os respectivos instrumentos à CVM e (ii) identificar todos os produtores rurais ou suas cooperativas nos documentos da Oferta.¹¹

A partir do caso Syngenta, foi possível o precedente de utilização de créditos pulverizados, isto é, mais de uma fonte de negócios – com ressalvas demonstradas na decisão acima.

¹¹ Decisão Colegiado – Processo 19957.006751/2017-15, Acesso em 25/08/2020
http://www.cvm.gov.br/decisoes/2017/20171121_R1/20171121_D0845.html

É oportuno observar que a decisão colegiada ofereceu a oportunidade de acrescer como vínculo a nota promissória na emissão de CRA, com a ressalva do controle dos créditos pulverizados, e, ainda, a possibilidade de terceiros na emissão de lastro para consecução do CRA.

A Syngenta conseguiu demonstrar que o produto comercializado é específico para área agrícola, portanto as notas promissórias seriam evidentes que seriam para o agronegócio, assim atendendo a exigência finalística da lei, ainda que não venha fazer um controle sobre a fonte dos recebíveis definidos nas notas promissórias.

Na perspectiva de oferecer uma consulta fácil a todos que procurarem realizar o pedido de oferta e distribuição de CRA, foi editado em 27 de fevereiro de 2018, o ofício circular 01/2018, e em consonância com os precedentes em comento, e com a redação do artigo 13, da lei 6385/76, apresentou algumas características em relação ao CRA:

Art. 13. A Comissão de Valores Mobiliários manterá serviço para exercer atividade consultiva ou de orientação junto aos agentes do mercado de valores mobiliários ou a qualquer investidor. (BRASIL, 1976)

O ofício 01/18¹² ofereceu orientações gerais, não apenas regramentos do CRA, mas consolida o entendimento dos precedentes do Burger King e da Syngenta.

Entre as orientações entende-se a possibilidade de tipos de CRA – um CRA por destinação, e/ou um CRA aplicado a distribuidores ou revenda de produtos relacionados a cadeia produção agrícola/rural.

Orienta-se oito diretrizes para que seja lastreado direitos creditórios ora considerados do agronegócio pela destinação, e amplia-se a possibilidade de emissão de CRA lastreado em direito creditório em que nenhuma das partes (credor ou devedor) é caracterizado como produtor rural ou suas cooperativas, envolvendo a participação de distribuidor ou revendedor de produto ou insumo agropecuário.

O liame de análise tem sustentação no real financiamento de atividade do agronegócio, obedecendo o estipulado na lei 11.076/04 (BRASIL, 2004).

¹² Disponível: http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/oficios-circulares/sre/anexos/OFICIO_CIRCULAR_CVM_SRE_01_18.pdf. Acesso em: 20 de outubro de 2020

Nos meses seguintes, em agosto do ano de 2018, a CVM normatizou a ICVM 600, responsável por regular oferta e distribuição dos Certificados de Recebíveis Agrícolas, e utilizou a base da circular ofício 01/18, somado o entendimento dos diversos memorandos de oferta de CRA, realizados por consultas técnicas ao SER (Superintendência de Registro e Valores Mobiliários).

A instrução normativa definiu conceitos importantes para uma interpretação correta do aparato normativo, como o que seria comercialização de produto agropecuário, caracterização de beneficiamento, o que é produto agropecuário in natura, e qual constituição deveria ter os direitos creditórios do agronegócio, além de aspectos técnicos como aquisição de novos direitos creditórios (revolvência), possibilidade de divisão em classe e níveis de títulos CRA, encargos e ordenamentos da oferta e distribuição (CVM, 2018).

3.3) CASO BELAGRÍCOLA

No ano de 2019, houve pedido de emissão de CRA, em elemento semelhante ao da Syngenta, referente a empresa Belagrícola, que através de duplicatas lastrearia a emissão de CRA, porém esta esbarrou no problema de prova da origem dos créditos como fonte rural/agrícola.

No caso Syngenta, a essência do produto, insumo, era regido por lei especial e vinculado exclusivamente a área agrícola.

Na análise do colegiado, no caso Belagrícola, houve certa relativização da exigência de pormenorizar todas as origens e fontes dos créditos advindos das emissões de duplicatas.

Foi decidido que poderia ser feito uma amostragem, e a responsabilidade sobre a emissão deveria respeitar o artigo 56 da ICVM 400, que dispõe que o ofertante é o responsável pela veracidade, consistência, qualidade e suficiência pela origem do crédito (CVM, 2003).

Na tentativa de dirimir os riscos, a empresa Belagrícola ficou com percentual de CRAs (ao menos 25% do valor de emissão), e os CRA's distribuídos a investidores foram objeto de seguro.

Portanto, uma vez as ressalvas solucionadas, houve deferimento do pedido de emissão e distribuição da CRA.

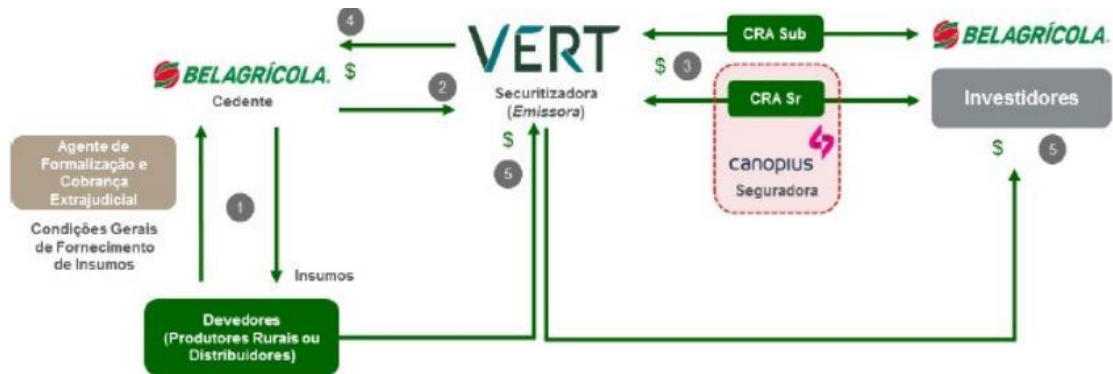


Figura 4- Operação de Securitização Belagrícola¹³.

Verifica-se, que a partir do pedido da empresa Belagrícola, o entendimento do tipo de crédito passível de lastrear na CRA foi ampliado, permitindo a estruturação através duplicatas e/ou notas fiscais da cadeia de valor agrícola.

A despeito dos precedentes ampliarem o entendimento inicial tanto do colegiado quanto da SRE, a ICVM 600 repete os principais artigos da lei 11.076/04, e inova com detalhes fundamentais como definições, e pormenoriza os detalhes para a oferta e distribuição do CRA (CVM, 2018).

Entende-se que o caso concreto irá direcionar os limites da lei, e por isso, com as novas operações estruturadas, é possível novos entendimentos.

Os pedidos de oferta e distribuição de CRA, na vigência da instrução normativa, ICVM 600, terá a interpretação dos elementos dispostos no caso concreto somado a instrução normativa ora criada.

3.4) CASO VAMOS LOCAÇÕES

Na análise de um dos pedidos, no processo 19957.009605/2018-22, pós edição da ICVM 600, foi apresentado certa inovação, pois uma das partes foi equiparada a distribuidor de produtos agrícolas, pois a empresa tinha uma atividade

¹³ Imagem disponível em < <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisoes/anexos/2019/20190521/1409-19.pdf>>

estrita de locação e venda de máquinas e veículos agrícolas, e por isso houve uma interpretação extensiva.

Na análise do caso concreto, a CVM fez o seguinte comentário:

Em relação ao caso concreto, a SRE afirmou que, ainda que a Vamos não possa ser considerada, em sentido estrito, como distribuidor de máquinas e implementos agrícolas, seu papel dentro da dinâmica do agronegócio se assemelha ao papel do distribuidor de produtos ou insumos agropecuários, na medida em que representa um elo entre fornecedores e produtores rurais ou suas cooperativas, com diferença apenas na forma de atuação (revenda de produtos ou insumos x aluguel de máquinas e implementos). Desse modo, segundo a área técnica, ainda que o lastro da operação não observe explicitamente o que preceitua o §5º do art. 3º da Instrução CVM 600, o Colegiado da CVM poderia avaliar a conveniência e oportunidade de reconhecer que o papel da Vamos na presente Oferta se assemelha ao papel do distribuidor para fins do aludido dispositivo normativo.¹⁴



Figura 5 – Operação de securitização VAMOS Locação de Caminhões.¹⁵

Desde a operação do Burger King, mostrou-se possível a forma de espelhamento das debêntures com o valor mobiliário CRA, com a ressalva da operação ser créditos eminentemente agrícolas.

O pedido da empresa Vamos Locação de Caminhões, Máquinas e Equipamentos foi deferido por unanimidade, no sentido de considerar que o lastro da oferta pública de distribuição de CRA, conforme estrutura apresentada, estaria enquadrado no §7º do art. 3º da Instrução CVM 600:

§7º Os recursos recebidos por terceiros com a emissão da dívida utilizada como lastro de CRA devem ser destinados a produtores rurais, para fins de comprovação da vinculação referida no caput e no § 4º, inciso II. (CVM, 2018)

¹⁴ Decisão Colegiado – Processo 19957.009605/2018-22 Acesso em 25/08/2020 Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/decisoes/2019/20190122_R1.html>

¹⁵ Imagem disponível em: < <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisoes/anexos/2019/20190122/1279.pdf>>

O aumento da utilização de créditos agrícolas levou a CVM, não apenas realizar instrução normativa própria, mas analisar a complexidade de cada caso concreto, e assim evoluir e/ou dirimir eventual ação/omissão do aparato normativo.

Nos casos concretos, a SRE observou inicialmente que os direitos creditórios emitidos por produtores rurais se enquadram no inciso I do § 4º do art. 3º da Instrução CVM 600, enquanto os direitos creditórios emitidos por distribuidores se enquadram no § 5º do art. 3º da Instrução CVM 600.

O diversos julgados favoreceram a instrução normativa, ICVM 600, em estabelecer a possibilidade de revolvência, isto é, emissão de CRA's com prazo de duração maior que o próprio lastro originário, de modo que o fluxo financeiro servirá, em todo ou em parte, para aquisição de novos direitos creditórios, sendo suficiente para cobrir as obrigações ora contraídas em face do valor mobiliário.

Com a revolvência seria possível adicionar inúmeras safras dentro de um portfólio de compra e recompra de fluxos de direitos creditórios (CVM, 2018).

A estruturação de operação com maior fluxo de entrada, créditos pulverizados, também tiveram a atenção da CVM, no âmbito de conciliar entendimentos quanto a possibilidade de garantias adicionais para prover a qualidade dos diversos créditos, sem o esforço de identificação individual de cada crédito.

A lei 13.986/2020, em seu capítulo VII, amplia possibilidades aos títulos de crédito do agronegócio, em especial ao CRA, permitindo emissão de certificados de valores mobiliários em dólar, assim como emissão e registro fora do Brasil (BRASIL, 2020). O cenário produtivo do agronegócio tem insumos cotados em moeda estrangeira, e isso facilitaria o processo produtivo em vincular as receitas recebidas com os gastos do processo produtivo, evitando a influência da oscilação da moeda, e ainda acesso a uma maior quantidade de investidores para aquisição de tais títulos.

Portanto, as possibilidades de negócio, e ampliação da captação de crédito junto ao mercado de capitais tem fundamento não apenas nos reiterados julgados, mas em legislação consolidada da ICVM 600, e na necessidade do mercado na estruturação de arranjos convidativos para operação.

CONCLUSÃO

O presente trabalho demonstrou que a securitização de recebíveis do agronegócio é um instrumento eficiente para a consecução de políticas mais efetivas de transmissão do crédito de entes superavitários para entes deficitários.

O mercado de capitais tem um papel fundamental nas sociedades com maior desenvolvimento do capital, e, por isso, a Comissão de Valores Mobiliários busca constantemente consonância com as principais inovações no mercado, porém esta deve observar os limites dentro da sua disposição.

O tratamento da Comissão de valores mobiliários deveria ser apenas uma interface de demonstração de transparência, assim interferência sobre a qualidade de crédito ou qualquer elemento adicional seria como uma afronta ao princípio do *disclosure*¹⁶, ou contra o princípio da livre iniciativa.

No presente texto, foi analisado que os entendimentos da CVM foram ao encontro de viabilizar a transparência e quando na análise técnica apresentavam-se excessos, a própria autarquia procurou solucioná-los, fazendo as devidas ponderações.

Em se entendendo que a CVM tenha ultrapassado o elemento básico da segurança jurídica, cabe acionar o Judiciário e pleitear a devida nulidade de ato daquela autarquia.

A introdução da ICVM 600/2018 foi importante para segurança jurídica na estrutura de securitização do mercado agrícola, e, representou uma construção coletiva, através dos diversos embates técnicos existentes.

A utilização do mercado de capitais como fator inerente no processo de ampliação de créditos, favorece a economia popular e a diversificação de investimentos entre investidores institucionais.

Não obstante, as operações possuem um espectro de maior complexidade, ainda assim, a dívida de longo prazo a dilui, além de oferecer uma gama de

¹⁶ Princípio do disclosure – consiste na transparência e divulgação de informações.

possibilidades nos ajustes de fluxo de caixa da empresa e, ao mesmo tempo solucionando crises empresariais, ou até mesmo salvando atividades agrícolas.

A securitização está em um momento de maturação, a legislação consolidou instrumentos importantes para que o fluxo de crédito consiga ajudar nas crises empresariais.

Como visto, abrem-se oportunidades únicas para o mercado da cadeia de produção agrícola acessar o crédito, e assim gerar divisas para o Brasil.

Entretanto, há desafios principalmente na questão de créditos pulverizados, provenientes de diversas fontes com curto prazo de tempo.

Casos como Syngenta, e Belagrícola evidenciam benesses na relativização do controle de gestão/administração de créditos muito pulverizados.

Além do fato da gestão/administração de créditos pulverizados passarem por um processo mais dificultoso – ou seja, mais caro – os créditos do normalmente acompanham o prazo de uma safra, sendo um prazo curto para a realidade do mercado de capitais.

Na atual conjuntura de juros baixos e alta demanda por fluxo de recebíveis futuros, a tendência é de aumento de emissões de CRA, beneficiando toda a cadeia produtiva do agronegócio.

A securitização agrícola estabelece um marco para a captação de crédito, pois os créditos atuais do plano safra, sistema nacional de incentivo agrícola, representam apenas 30%, segundo estimativas, das necessidades da cadeia geral de produção. A utilização dos mecanismos aqui apresentados é, portanto, um diferencial competitivo dentro da escala global de comercialização de *commodities*.

REFERÊNCIAS

EIZIRIK, Nelson. **EMISSÃO DE DEBÊNTURES**. Revista dos tribunais online, vol. 721, p- 52-61. 1995.

JUNIOR RIBEIRO, José Alves. **Securitização de recebíveis – Elementos Constitutivos do Direito Brasileiro**. 1 ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2019.

MAMEDE, Gladston. **Direito Empresarial Brasileiro: títulos de crédito**. 4 ed. São Paulo: Atlas, 2008.

MATTOS FILHO, Ary Oswaldo. **Direito dos Valores Mobiliários**. Rio de Janeiro: FGV, 2015.

Memorando nº 61/2016-CVM/SRE/GER1. Disponível em:

<http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisoes/anexos/2016/20160830/0291__SRE.pdf>. Acesso em: 20 de outubro de 2020.

Memorando nº67/2019-CVM/SRE/GER-1. Disponível em:

<<http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisoes/anexos/2019/20190521/1409-19.pdf>>. Acesso em: 20 de outubro de 2020.

Memorando nº 56/2017-CVM/SRE/GER-1. Disponível em:

<<http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisoes/anexos/2017/20171121/0845.pdf>>. Acesso em: 20 de outubro de 2020.

Memorando nº 1/2019-CVM/SRE/GER-1. Disponível em:

<<http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisoes/anexos/2019/20190122/1279.pdf>>. Acesso em: 20 de outubro de 2020.

NORONHA NAJJARIAN, Ilene Patricia de. **Securitização de Recebíveis Mercantis**. São Paulo: Quartier Latin, 2010.

OFÍCIO-CIRCULAR CVM Nº 01/18. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/oficios-circulares/sre/anexos/OFICIO_CIRCULAR_CVM_SRE_01_18.pdf>. Acesso em: 20 de outubro de 2020.

PORTO, Adriane Cabral. Et al. **Manual Uqbar de Securitização: Um glossário de termos**. Rio de Janeiro: Uqbar Educação, 2006.

REINHARD, Yves; CHAZAL, Jean-Pascal. **Droit commercial**. 6. ed. Paris: Litec, 2001.

ROSA JÚNIOR, Luiz Emygdio da. **Títulos de crédito**. 4 ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2006.

TARTUCE, Flávio. **Manual de Direito Civil -Volume Único**, 10 ed. São Paulo: Método, 2019.

TOMAZETTE, Marlon. **Curso de Direito Empresarial: Títulos de crédito**. Volume 2, 8 ed. São Paulo: Atlas, 2017.

BRASIL. **LEGISLAÇÃO**. Disponível em: <<http://www4.planalto.gov.br/legislacao/>>. Acesso em: 20 de outubro de 2020.

CVM. INSTRUÇÕES CVM. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes.html>>. Acesso em: 20 de outubro de 2020.

BRASIL. Lei nº 492, de 30 de agosto de 1937, que “Regula o penhor rural e a cédula pignoratícia”. *DOU* de 1.9.1937.

BRASIL. Lei nº 4.595, de 31 de dezembro de 1964, que “Dispõe sobre a Política e as Instituições Monetárias, Bancárias e Creditícias, Cria o Conselho Monetário Nacional e dá outras providências”. *DOU* de 31.12.1964

BRASIL. Lei nº 4.728, de 14 de julho de 1965, que “Disciplina o mercado de capitais e estabelece medidas para o seu desenvolvimento”. *DOU* de 16.07.1965

BRASIL. Lei nº 4.829, de 05 de novembro de 1965, que “Institucionaliza o crédito rural”. *DOU* de 09.11.1965

BRASIL. Lei nº 167, de 14 de fevereiro de 1967, que “Dispõe sobre títulos de crédito rural e dá outras providências”. *DOU* de 15.02.1967

BRASIL. Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976, que “Dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários”. *DOU* de 09.12.1976

BRASIL. Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, que “Dispõe sobre as Sociedades por Ações”. *DOU* de 17.12.1976

BRASIL. Lei nº 8.929, de 22 de agosto de 1994, que “Institui a Cédula de Produto Rural, e dá outras providências”. *DOU* de 23.08.1994

BRASIL. Lei nº 9.514, de 20 de novembro de 1997, que “Dispõe sobre o Sistema de Financiamento Imobiliário, institui a alienação fiduciária de coisa imóvel e dá outras providências”. *DOU* de 21.11.1997

BRASIL. Lei nº 10.303, de 31 de outubro de 2001, que “Altera e acrescenta dispositivos na Lei no 6.404, de 15 de dezembro de 1976, que dispõe sobre as

Sociedades por Ações, e na Lei no 6.385, de 7 de dezembro de 1976, que dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários”. *DOU* de 01.11.2001

BRASIL. Lei nº 10.406, de 10 de janeiro de 2002, que “Institui o Código Civil”. *DOU* de 11.01.2002

BRASIL. Lei nº 11.076, de 30 de dezembro de 2004, que “Dispõe sobre o Certificado de Depósito Agropecuário – CDA, o Warrant Agropecuário – WA, o Certificado de Direitos Creditórios do Agronegócio – CDCA, a Letra de Crédito do Agronegócio – LCA e o Certificado de Recebíveis do Agronegócio – CRA, dá nova redação a dispositivos das Leis nºs 9.973, de 29 de maio de 2000, que dispõe sobre o sistema de armazenagem dos produtos agropecuários, 8.427, de 27 de maio de 1992, que dispõe sobre a concessão de subvenção econômica nas operações de crédito rural, 8.929, de 22 de agosto de 1994, que institui a Cédula de Produto Rural – CPR, 9.514, de 20 de novembro de 1997, que dispõe sobre o Sistema de Financiamento Imobiliário e institui a alienação fiduciária de coisa imóvel, e altera a Taxa de Fiscalização de que trata a Lei nº 7.940, de 20 de dezembro de 1989, e dá outras providências”. *DOU* de 31.12.2004

BRASIL. Lei nº 13.986, de 07 de abril de 2020, que “Institui o Fundo Garantidor Solidário (FGS); dispõe sobre o patrimônio rural em afetação, a Cédula Imobiliária Rural (CIR), a escrituração de títulos de crédito e a concessão de subvenção econômica para empresas cerealistas; altera as Leis nos 8.427, de 27 de maio de 1992, 8.929, de 22 de agosto de 1994, 11.076, de 30 de dezembro de 2004, 10.931, de 2 de agosto de 2004, 12.865, de 9 de outubro de 2013, 5.709, de 7 de outubro de 1971, 6.634, de 2 de maio de 1979, 6.015, de 31 de dezembro de 1973, 7.827, de 27 de setembro de 1989, 8.212, de 24 de julho de 1991, 10.169, de 29 de dezembro de 2000, 11.116, de 18 de maio de 2005, 12.810, de 15 de maio de 2013, 13.340, de 28 de setembro de 2016, 13.576, de 26 de dezembro de 2017, e o Decreto-Lei nº 167, de 14 de fevereiro de 1967; revoga dispositivos das Leis nos 4.728, de 14 de julho de 1965, e 13.476, de 28 de agosto de 2017, e dos Decretos-Leis nos 13, de 18 de julho

de 1966; 14, de 29 de julho de 1966; e 73, de 21 de novembro de 1966; e dá outras providências.” *DOU* de 07.04.2020

CVM. ICVM 308, de 14 de maio de 1999, que “Dispõe sobre o registro e o exercício da atividade de auditoria independente no âmbito do mercado de valores mobiliários, define os deveres e as responsabilidades dos administradores das entidades auditadas no relacionamento com os auditores independentes.” *DOU* de 19.5.1999.

CVM. ICVM 356, de 17 de dezembro de 2001, que “Regulamenta a Constituição de Fundos de Investimento”. *DOU* de 19.5.1999

CVM. ICVM 400, de 29 de dezembro de 2003, que “Dispõe sobre as ofertas públicas, distribuição de valores mobiliários”. *DOU* de 09.01.2004

CVM. ICVM 414, de 30 de dezembro de 2004, que “Dispõe sobre o registro de companhia aberta para companhias securitizadoras de créditos imobiliários e de oferta pública de distribuição de Certificados de Recebíveis Imobiliários – CRI”. *DOU* de 31.12.2004

CVM. ICVM 476, de 16 de janeiro de 2009, que “Dispõe sobre as ofertas públicas de valores mobiliários distribuídas com esforços restritos e a negociação desses valores mobiliários nos mercados regulamentados”. *DOU* de 15.05.2020

CVM. ICVM 480, de 7 de dezembro de 2009, que “Dispõe sobre o registro de emissores de valores mobiliários admitidos à negociação em mercados regulamentados de valores mobiliários. *DOU* de 23.06.2020

CVM. ICVM 521, de 25 de abril de 2012, que “Dispõe sobre a atividade de classificação de risco de crédito no âmbito do mercado de valores mobiliários”. *DOU* de 26.04.2012

CVM. ICVM 542, de 20 de dezembro de 2013, que “Dispõe sobre a prestação de serviços de custódia de valores mobiliários”. *DOU* de 26.12.2013

CVM. ICVM 555, de 17 de dezembro de 2014, que “Dispõe sobre a constituição, a administração, o funcionamento e a divulgação de informações dos fundos de investimento”. *DOU* de 23.12.2014

CVM. ICVM 583, de 20 de dezembro de 2016, que “Dispõe sobre o exercício da função de agente fiduciário”. *DOU* de 21.12.2016

CVM. ICVM 600, de 1º de agosto de 2018, que “Dispõe sobre o regime dos Certificados de Recebíveis do Agronegócio objeto de oferta pública de distribuição, e altera dispositivos da Instrução CVM nº 400, de 29 de dezembro de 2003, da Instrução CVM nº 414, de 30 de dezembro de 2004, da Instrução CVM nº 476, de 16 de janeiro de 2009, da Instrução CVM nº 480, de 7 de dezembro de 2009, e da Instrução CVM nº 583, de 20 de dezembro de 2016”. *DOU* de 30.08.2018

RESOLUÇÃO n°038/2020 – CEPE

ANEXO I

APÊNDICE ao TCC

Termo de autorização de publicação de produção acadêmica

O(A) estudante LUCAS PEREIRA FARES
do DIREITO Curso de
DIREITO, matrícula 20171000120647,
telefone: (62) 998024567 e-mail Lpfares2003@gmail.com, na
qualidade de titular dos direitos autorais, em consonância com a Lei n° 9.610/98 (Lei dos
Direitos do autor), autoriza a Pontifícia Universidade Católica de Goiás (PUC Goiás) a
disponibilizar o Trabalho de Conclusão de Curso intitulado
SECURITIZAÇÃO DE RECEBÍVEIS AGRÍCOLAS: ABORDAGEM
DE CERTIFICADO DE RECEBÍVEIS DO AGRONEGÓCIO NA SECURITIZAÇÃO
gratuitamente, sem ressarcimento dos direitos autorais, por 5 (cinco) anos, conforme
permissões do documento, em meio eletrônico, na rede mundial de computadores, no formato
especificado (Texto (PDF); Imagem (GIF ou JPEG); Som (WAVE, MPEG, AIFF, SND); Vídeo
(MPEG, MWV, AVI, QT); outros, específicos da área; para fins de leitura e/ou impressão pela
internet, a título de divulgação da produção científica gerada nos cursos de graduação da PUC
Goiás.

Goiânia, 26 de NOVEMBRO de 2020.

Assinatura do(s) autor(es): Lucas Pereira Fares

Nome completo do autor: LUCAS PEREIRA FARES

Assinatura do professor-orientador: [Assinatura]

Nome completo do professor-orientador: JOSÉ ANTÔNIO NETUNHO E SILVA