



## COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Memorando nº 1/2019-CVM/SRE/GER-1

Rio de Janeiro, 10 de janeiro de 2019.

Ao Superintendente de Registro de Valores Mobiliários (SRE)

**Assunto: Pedido de registro de oferta pública de distribuição dos CRA da 1ª série da 21ª emissão da Vert Companhia Securitizadora - Processo CVM nº 19957.009605/2018-22**

Senhor Superintendente,

1. Trata-se de pedido de registro de oferta pública de distribuição (“Oferta”) de Certificados de Recebíveis do Agronegócio (“CRA”) da 1ª série da 21ª emissão da Vert Companhia Securitizadora (“Securitizadora” ou “Ofertante”), protocolado na CVM em 19/10/2018, atualmente em análise nesta área técnica, no âmbito do Processo em referência.

2. A propósito, o lastro dos CRA será constituído por debêntures (“Debêntures”) de emissão da Vamos Locação de Caminhões, Máquinas e Equipamentos S.A. (“Devedora” ou “Vamos”), controlada por J.S.L S.A. (“JSL”), companhia aberta registrada na categoria A, sendo que os recursos captados com tal emissão serão destinados para aquisição, pela Devedora, de máquinas e implementos agrícolas, inclusive veículos, os quais serão posteriormente locados a produtores rurais ou suas cooperativas, que utilizarão tais máquinas e implementos exclusivamente na atividade de produção de produtos e insumos agropecuários.

3. Ressalta-se que há a previsão de que as propostas de locação das máquinas e implementos agrícolas objeto da presente operação serão efetivamente celebradas entre os produtores rurais ou suas cooperativas e a Vamos anteriormente à emissão dos CRA e deverão ser apresentadas à CVM anteriormente ao registro da Oferta.

4. A questão a ser abordada por meio do presente Memorando diz respeito à possibilidade de o lastro dos CRA se enquadrar dentre aqueles previstos pela Instrução CVM nº 600/18 (“Instrução CVM 600”) para os casos em que os direitos creditórios do agronegócio são constituídos por dívida emitida por terceiro, que não se caracteriza como produtor rural ou suas cooperativas, possibilidade de lastro essa que é expressamente prevista pelo inciso II do §4º e pelo § 5º do art. 3º da Instrução CVM 600, o que será melhor explorado na seção “IV. Nossas Considerações” abaixo.

### I. Breve Histórico

5. Quando o pedido de registro da Oferta foi protocolado na CVM, em 19/10/2018, a estrutura proposta previa que os CRA seriam lastreados em debêntures emitidas pela Devedora, sendo os recursos oriundos da integralização dessas debêntures utilizados para pagamento de parcelas vincendas dos Contratos BNDES Finame, contraídos com a finalidade exclusiva de adquirir máquinas e implementos, inclusive veículos, para alugá-los a produtores rurais e/ou cooperativas de produtores rurais.

6. Em face dessa primeira estrutura apresentada para o lastro dos CRA, formulamos, por meio do Ofício-Conjunto nº 65/2018-CVM/SRE/SEP, encaminhado em 21/11/2018, a exigência 3.7.1, transcrita abaixo:

*“3.7.1. Da leitura dos documentos da Oferta, verificamos que os CRA serão lastreados em debêntures emitidas pela Devedora, sendo os recursos oriundos da integralização dessas debêntures utilizados para pagamento de parcelas vincendas dos Contratos BNDES Finame, contraídos com a finalidade exclusiva de adquirir máquinas e implementos, inclusive veículos, para alugá-los a produtores rurais e/ou cooperativas de produtores rurais.*

*Ademais, verificamos que o expediente protocolado em 29/10/2018 na CVM apresentou argumentação buscando fundamentar o enquadramento do lastro da Oferta ao previsto no inciso II do §4º do art. 3º da Instrução CVM 600.*

*No entanto, entendemos, a princípio, que o lastro da Oferta não é aderente ao disposto no inciso II do §4º do art. 3º da Instrução CVM 600, uma vez que os “(...) recursos recebidos por terceiros com a emissão da dívida utilizada como lastro de CRA devem ser destinados a produtores rurais (...)”, nos termos do §7º do art. 3º da Instrução CVM 600, o que não está previsto na estrutura apresentada.*

*De outra forma, entendemos que o lastro da Oferta também não é aderente ao que preceitua o §5º do art. 3º da Instrução CVM 600, uma vez que a Devedora não poderia, a princípio, ser considerada distribuidora de máquinas e implementos utilizados na atividade agropecuária, por conta de não realizar vendas aos produtores rurais ou suas cooperativas, conforme prevê o referido dispositivo normativo.*

*Dessa forma, entendemos que a estrutura da Oferta não se enquadra nas possibilidades de lastro previstas pela Instrução CVM 600 para os casos em que os direitos creditórios do agronegócio são constituídos por dívida emitida por terceiro, de modo que, caso haja interesse em prosseguir com a Oferta, solicitamos adequar sua estrutura ao disposto na Instrução CVM 600;”*

7. Em resposta à exigência supra, por meio de documentação encaminhada à CVM em 17/12/2018, houve a alteração da estrutura da Oferta, de modo que os recursos oriundos da emissão dos CRA, ao invés de serem utilizados para pagamento de parcelas vincendas dos Contratos BNDES Finame, contraídos com a finalidade exclusiva de adquirir máquinas e implementos, passariam a ser utilizados para a aquisição direta, junto a fornecedores, das referidas máquinas e equipamentos, para posterior locação a produtores rurais ou suas cooperativas, já tendo firmado previamente com tais produtores ou cooperativas documento formalizando a necessidade destes para a locação das máquinas e implementos a serem adquiridos no âmbito da presente operação, conforme será exposto com maiores detalhes na seção “III. Alegações da Ofertante” abaixo.

## II. Estrutura dos CRA e Características da Oferta

8. A Oferta prevê a distribuição inicial de até 300.000 CRA, podendo atingir até 360.000 CRA, considerando a opção de distribuição de lote adicional de até 20%.

9. O valor nominal unitário de cada CRA é de R\$ 1.000,00, e o valor máximo da Oferta é de até R\$ 360.000.000,00.

10. Os CRA são lastreados em direitos creditórios do agronegócio representados por até 360.000 (trezentas e sessenta mil) debêntures não conversíveis em ações, da espécie quirografária, com garantia adicional fidejussória prestada pela JSL, em série única, de emissão da Vamos.

11. Os CRA serão objeto de distribuição pública, a ser conduzida pela XP Investimentos Corretora de Câmbio, Títulos e Valores Mobiliários S.A., na qualidade de Coordenador-Líder da Oferta, sob o regime de melhores esforços de colocação.

12. Os CRA serão distribuídos publicamente a investidores, pessoas físicas ou jurídicas, fundos de investimentos, ou quaisquer outros veículos de investimento que possam investir em certificados de recebíveis imobiliários, desde que se enquadrem no conceito de investidor qualificado ou profissional, conforme definidos nos artigos 9º-A e 9º-B da Instrução CVM nº 539/13 (“Instrução CVM 513”).

13. Ademais, será constituído o regime fiduciário sobre as Debêntures, ou seja, sobre os títulos que comporão o lastro dos CRA, tendo como agente fiduciário a Oliveira Trust Distribuidora de Títulos e Valores Mobiliários S.A (“Agente Fiduciário”).

14. O fluxograma com a descrição da estrutura pretendida para a operação de securitização de que trata a Oferta encontra-se abaixo, conforme consta da última versão de seu Prospecto apresentada na CVM (documento nº 0654687):



1) A Devedora celebrará a Escritura de Emissão de Debêntures, a qual prevê a emissão das Debêntures, a serem subscritas pela Emissora;

2) A Emissora, por sua vez, vinculará a totalidade dos Direitos Creditórios do Agronegócio, oriundos das Debêntures, aos CRA, por meio do Termo de Securitização, a ser celebrado entre a Emissora e o Agente Fiduciário, nos termos da [Lei 11.076], da Instrução CVM 600 e demais disposições legais aplicáveis. A Emissora emitirá os CRA, os quais serão distribuídos pelo Coordenador Líder aos Investidores, sob o regime de melhores esforços de colocação;

3) Os Investidores subscreverão e integralizarão os CRA no âmbito da Oferta;

4) A Emissora pagará à Devedora o Preço de Subscrição das Debêntures, a cada Data de Integralização; e

5) O pagamento da amortização e da remuneração das Debêntures será realizado pela Devedora diretamente na Conta do Patrimônio Separado (...) e vertidos pela Emissora aos Investidores.

15. Como se observa, os recursos obtidos com a distribuição dos CRA serão utilizados pela Ofertante para a subscrição das Debêntures.

16. O destino final dos recursos captados por meio da Oferta será, até a data de vencimento das Debêntures, a aquisição, pela Devedora, a pedido de produtores rurais, de máquinas e implementos agrícolas, inclusive veículos, e de sua locação a esses produtores, para uso exclusivo na atividade de produção de produtos e insumos agropecuários.

17. A Devedora deverá prestar contas ao Agente Fiduciário sobre a destinação dos recursos obtidos com a emissão das Debêntures.

18. Os CRA farão jus a pagamentos de remuneração trimestral, a partir de outubro de 2019. Os CRA serão amortizados em 18 parcelas iguais até 15/01/2024, data de vencimento desses certificados. Tais datas estão previstas na última documentação protocolada na CVM no âmbito do pedido de registro da Oferta, mas poderão sofrer alterações, à medida que a concessão de seu registro ultrapasse a previsão inicialmente prevista.

19. Não serão constituídas quaisquer garantias sobre os CRA, que, entretanto, contarão com a garantia das Debêntures, constituída por fiança prestada pela JSL, controladora da Devedora.

III. Alegações da Ofertante

20. Em 17/12/2018, em face da exigência mencionada no parágrafo 6º acima, a Ofertante protocolou expediente apresentando suas alegações a respeito da adequação do lastro dos CRA à Lei 11.076 e à Instrução CVM 600, abaixo reproduzidas:

*“A. Exigência 3.7.1.*

*Em consideração a esta exigência, apresentamos os esclarecimentos a seguir*

*Introdução- Mudança na destinação dos recursos*

1. *“Conforme exposto acima, os CRA serão lastreados em créditos do agronegócio (“Créditos do Agronegócio”) oriundos das Debêntures a serem emitidas pela Vamos, controlada pela JSL S.A., companhia aberta com registro na categoria A, que já se valeu, em três oportunidades, da captação de recursos por meio da oferta pública de certificados de recebíveis do agronegócio, registrada na CVM ao amparo da Instrução CVM 400.*

2. *O pedido de registro da Oferta, anteriormente apresentado a esta D. Comissão, indicou, conforme a Cláusula 4ª da Escritura, que os recursos líquidos captados por meio das Debêntures teriam como destinação o pagamento de parcelas para aquisição de máquinas e implementos, inclusive veículos (“Máquinas e Implementos Agrícolas”), em benefício dos produtores rurais, e suas cooperativas, clientes da Devedora (“Produtores Rurais”), no âmbito dos financiamentos contratados pela Devedora junto a instituições financeiras, com recursos originários de repasses do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social – BNDES (“BNDES”) e da Agência Especial de Financiamento Industrial – FINAME (“Contratos BNDES Finame”).*

3. *A documentação que acompanha a presente resposta ao Ofício apresenta mudança na destinação, pela Vamos, dos recursos a serem por ela captados, com o objetivo de melhor esclarecer as atividades por ela desenvolvidas e atender às ponderações descritas no Ofício. Assim, os recursos passarão a ser destinados, até a Data de Vencimento, aos Produtores Rurais, por meio da aquisição, pela Vamos, a pedido dos Produtores Rurais, das Máquinas e Implementos Agrícolas indicados no Anexo I à Escritura, e de sua simultânea locação a eles, para emprego exclusivamente na atividade de produção de produtos e insumos agropecuários.*

4. *Com essa alteração, em vez de dirigidos ao pagamento dos Contratos BNDES Finame, que foram contraídos para aquisição de Máquinas e Implementos Agrícolas, os recursos serão utilizados para aquisições futuras, suportadas por documentos vigentes e contratos, nas expressões utilizadas pelo artigo 3º, §8º, da Instrução CVM 600<sup>[1]</sup>, conforme se verá a seguir.*

5. *Tanto a lista individualizada de Produtores Rurais, quanto os documentos vigentes referidos no item anterior, serão apresentados a esta Comissão por meio de protocolo com pedido de confidencialidade, na forma da regulamentação em vigor. Sem prejuízo do envio de documentos vigentes que permitam a verificação da capacidade de destinação da totalidade dos recursos a serem captados com a Oferta até a data de emissão dos CRA, apresentamos, nos termos do **Anexo II** à presente, para que essa D. Comissão possa apreciar o presente pleito com melhor juízo, duas propostas comerciais vinculantes, endereçadas aos*

*Produtores Rurais e por estes aceitas, que conferem suporte jurídico-comercial à Vamos para negociar a aquisição com fabricantes, aptas, portanto, à comprovação da capacidade de destinação de recursos captados com a Oferta e da existência da relação comercial com os respectivos Produtores Rurais, assim considerados pelas razões aduzidas no inciso “iii”, item “24” abaixo, conforme documentos comprobatórios apresentados nos termos do **Anexo III** à presente carta.*

### Enquadramento da estrutura à Lei nº 11.076 e à Instrução CVM 600

#### Introdução

6. Nos termos do parágrafo 1º do artigo 23, da Lei 11.076, e do artigo 3º, da Instrução CVM 600, os CRA deverão vincular-se 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**” (grifou-se).*

7. Há, assim, três requisitos para o enquadramento legal do direito creditório:

*(i) Requisito relacionado aos participantes: participação de produtores rurais, ou suas cooperativas, e terceiros.*

*(ii) Requisito de atividade: o negócio a que se refere a atividade deve relacionar-se com a atividade de produção, comercialização, beneficiamento ou industrialização, inclusive financiamentos ou empréstimos. Ou seja, a atividade deve inserir-se na cadeia agroindustrial ou em seu financiamento.*

*(iii) Requisito de objeto: o objeto da atividade deve centrar-se em: (a) produtos ou insumos agropecuários; e (b) máquinas e implementos utilizados na atividade agropecuária. Como se verá a seguir, a lei, ao referir-se a “produtos agropecuários” abrange tanto a produção no sentido escrito – ou seja, o produto in natura -, quanto máquinas e implementos agrícolas utilizados na comercialização e locação para os produtores rurais.*

8. Ainda, os parágrafos 4º e 7º do artigo 3º da Instrução CVM nº 600, de 1 de agosto de 2018, determinam que:

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

*I – direitos creditórios que tenham como devedores ou credores originais pessoas físicas ou jurídicas caracterizadas como produtores rurais ou suas cooperativas, independente da destinação dos recursos a ser dada pelo devedor ou pelo cedente;*

*II – **títulos de dívida emitidos pelos terceiros referidos no caput, vinculados a uma relação comercial existente entre o terceiro e produtores rurais** ou suas cooperativas; ou*

*III – títulos de dívida emitidos por produtores rurais, ou suas cooperativas.*

*§ 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.”*

§ 8º A destinação dos recursos referida no § 7º deve ser comprovada por meio de contrato ou **outro documento vigente** entre o **terceiro** e o **produtor rural**, em montantes e prazos compatíveis com os da emissão do certificado, e verificada semestralmente pelo agente fiduciário.

§ 9º Na hipótese de títulos de dívida de emissão do produtor rural, nos termos do inciso III do § 4º, os recursos captados na emissão devem ser destinados especificamente às **atividades de produção, comercialização, beneficiamento e industrialização** compreendidas no caput e incisos do art. 3º.” (grifou-se).

9. Como se vê, a regulamentação diferenciou os instrumentos de dívida de forma binária, conforme seus emissores: produtores rurais, ou suas cooperativas, e terceiros.

10. Apesar de o artigo 3º, parágrafo 4º, inciso I, acima transcrito, não exigir a destinação específica de recursos, o parágrafo 9º impõe seu emprego em atividades, listadas no parágrafo 1º, do artigo 23: produção, comercialização, beneficiamento e industrialização.

11. Para os terceiros, a vinculação ao produtor rural se verifica com a destinação de recursos aos produtores (ou cooperativas), amparada por “contrato” ou “outro documento vigente”, para uso, portanto, nas atividades indicadas no parágrafo 9º.

12. Ora, na atividade de produção agropecuária, os insumos, as máquinas e os implementos são fundamentais para a adequada e eficiente circulação de produtos. Tanto é assim que a lei a eles também se referiu para definir o que viria a ser um direito creditório do agronegócio. Se insumos, máquinas e implementos são elementos relevantes para o produtor rural, impõe-se uma conciliação entre o que dispõe a Instrução CVM 600, a Lei 11.076 e a dinâmica da cadeia agroindustrial.

13. Uma análise preliminar da regulamentação da CVM poderia indicar que, para esses três elementos, o “terceiro”<sup>[2]</sup> que os comercializa deveria captar recursos por instrumento de dívida e destiná-los ao produtor rural. O produtor, então, de posse dos recursos, adquiriria os insumos, máquinas e implementos do “terceiro”, e retornaria os recursos ao terceiro que os captou.

14. Essa interpretação da regulamentação da CVM implicaria uma situação circular — que ficará mais evidente para o caso concreto, no item 15, abaixo —, que não é o objetivo das normas aqui analisadas. O “terceiro” que comercializa<sup>[3]</sup> insumos, máquinas e implementos<sup>[4]</sup> necessita desenvolver essa atividade, e nela investir, para que se atinja o produtor rural de forma eficiente, com capilaridade e preço competitivo. Em outras palavras, os recursos captados pelo “terceiro” deveriam ser direcionados à sua atividade de comercialização, com foco nos bens acima indicados, junto ao produtor rural.

### Caso concreto – Vamos

#### Enquadramento

15. O caso concreto ilustra bem a argumentação desenvolvida nos itens anteriores. A análise preliminar a que se refere o item 13, acima, exigiria, para se atingir o mesmo resultado da atividade da Vamos, uma sequência de eventos conforme os passos abaixo, que na prática comercial ocorreriam de forma praticamente concomitante:

(i) a aquisição, pelo produtor rural, das Máquinas e Implementos Agrícolas, junto à respectiva indústria;

(ii) a venda, pelo produtor rural, em favor da Vamos, das Máquinas e Implementos Agrícolas;

(iii) o direcionamento dos recursos captados pela Vamos ao produtor rural em pagamento pela aquisição das Máquinas e Implementos Agrícolas; e

(iv) a locação, pela Vamos, em favor do produtor rural, dos bens em questão.

16. Como se vê, a estrutura é bem semelhante, no mercado imobiliário, ao sale lease back, cujo fluxo de créditos imobiliários é utilizado para conferir lastro aos CRIs[5].

17. Apesar de formalmente atingir o mesmo objetivo, a estrutura acima, que atenderia sem maiores discussões à Instrução CVM 600, desafia a lógica da dinâmica do setor, gera custos e riscos, além de, mais importante, ser evitável.

18. Desafia a lógica pois, considerando o volume de Máquinas e Implementos Agrícolas adquiridos, a Vamos tem uma capacidade muito superior à de qualquer produtor rural para negociar preço com fabricantes de Máquinas e Implementos Agrícolas. Ora, o produtor rural simplesmente não teria acesso ao preço de aquisição das Máquinas e Implementos Agrícolas que a Vamos tem, sendo certo que este é elemento essencial de seu modelo de negócio. Gera custos e aumenta os riscos, porque haveria fluxo de recursos e de bens em duplicidade, com os riscos inerentes operacionais, de crédito e de custos de transação, além de impor, ao produtor rural, a gestão de uma atividade (aquisição de máquinas e implementos) que não é de seu interesse.

19. É evitável porque o mercado permitiu o surgimento de um agente especializado, que desenvolve a atividade de forma mais eficiente, com menos etapas, melhor custo e apresentação ao cliente-produtor rural de uma solução unificada de serviços.

20. Neste ponto, cabe ressaltar que a Vamos tem, em seu portfólio de clientes, algumas das maiores empresas do agronegócio do Brasil, o que comprova sua capacidade de negociação perante as fabricantes de Máquinas e Implementos Agrícolas, e, conseqüentemente, sua capacidade de oferecer um produto que atenda às necessidades financeiras e operacionais do produtor rural, permitindo que este dedique seu tempo e seu capital à sua atividade-fim, que é a produção, utilizando-se de bens fundamentais à sua atividade (máquinas e implementos) pertencentes a um terceiro (que é a Vamos) com atuação especializada.

#### Documentos comprobatórios

21. Na estrutura ora proposta, a aquisição de Máquinas e Implementos Agrícolas atende ao requisito do artigo 3º, § 8º, da Instrução CVM 600, que impõe a comprovação por contrato ou outro documento vigente.

22. No caso concreto, haverá ambos. Inicialmente, para a captação dos recursos, a Vamos apresentará ao agente fiduciário dos CRA e à securitizadora, anteriormente à emissão dos CRA[6], documentos vigentes, celebrados com o Produtor Rural, que são os instrumentos que conferem suporte jurídico-comercial à Vamos para negociar a aquisição com os fabricantes de Máquinas e Implementos Agrícolas. Liquidada a Oferta e concluída a aquisição, será celebrado o respectivo contrato de

locação junto ao respectivo Produtor Rural, instrumento esse que também será encaminhado ao agente fiduciário dos CRA para acompanhamento da destinação dos recursos.

23. Assim, na Oferta em questão, ficará comprovado **que a lógica da operação se inicia e se encerra com o Produtor Rural, na medida em que decorre de solicitações efetuadas diretamente pelos Produtores Rurais para o desenvolvimento de suas atividades agrícolas e na medida de sua necessidade.**

#### Aspectos adicionais

24. Além da observância dos requisitos acima mencionados, para fins de cumprimento do quanto previsto: (i) no inciso II, do §4º, e no §7º, do artigo 3º da Instrução CVM 600; (ii) do art. 3º parágrafo 5º da Instrução CVM 600; e (iii) no item 21 do Ofício-Circular CVM/SRE nº 01/18, de 27 de fevereiro de 2018 (“Ofício-Circular SER/2018”), cabe destacar o que segue:

(i) Os contratos de locação serão celebrados entre a Vamos e os Produtores Rurais (artigo 3º, §4º, II, da Instrução CVM 600), tendo por objeto Máquinas e Implementos Agrícolas passíveis de utilização apenas na atividade de produção agropecuária.

(ii) A relação exaustiva dos Produtores Rurais locatários das Máquinas e Implementos Agrícolas será apresentada à CVM (item 21, subitem (i), do Ofício-Circular).

(iii) A condição de produtor rural, ou de cooperativa de produtores rurais, dos Produtores Rurais, será comprovada mediante o envio dos respectivos comprovantes de inscrição dos Produtores de Rurais no CNPJ/MF em expediente subsequente (item 21, subitem (iii), do Ofício-Circular).

(iv) A obrigação do Agente Fiduciário de verificar, ao longo do prazo dos CRA, o efetivo direcionamento de todo o montante obtido com a Oferta, está presente na Cláusula 4.3 do Termo de Securitização e Cláusula 4.2 da Escritura (item 21, subitem (v), do Ofício-Circular);

(v) A informação sobre a data limite para que haja a efetiva destinação dos recursos obtidos por meio da Oferta é a data de vencimento das Debêntures, conforme descrito na Cláusula 4.3 do Termo de Securitização e Cláusula 4.2 da Escritura (item 21, subitem (vi), do Ofício-Circular); e

(vi) Apesar de não se tratar de um distribuidor na acepção clássica do termo, a atividade da Vamos tem grande similaridade com a do distribuidor, tendo em vista que, conforme pode-se verificar por meio da análise dos argumentos aqui presentes, os negócios realizados entre a Vamos e os terceiros estão explicitamente vinculados, por meio de instrumentos contratuais, a vendas pela Vamos ao Produtor Rural<sup>[7]</sup>.

25. Diante do acima exposto, requer-se a consideração do acima exposto para fins de deferimento do pedido de registro da Oferta nessa D. Comissão, conforme já requerido no expediente de 19 de outubro de 2018. Caso esta R. Superintendência entenda por bem submeter o arrazoado ao Colegiado, os subscritores pleiteiam o seu encaminhamento com a maior brevidade, no intuito de atender ao cronograma da Oferta.”



21. Primeiramente, cabe destacar o que prevê a Lei nº 11.076/04, que criou os CRA, com relação aos requisitos para composição de seu lastro, nos termos do § 1º do art. 23 da referida Lei:

*"Art. 23. Ficam instituídos os seguintes títulos de crédito:*

*I - Certificado de Direitos Creditórios do Agronegócio - CDCA;*

*II - Letra de Crédito do Agronegócio - LCA;*

*III - Certificado de Recebíveis do Agronegócio - CRA.*

*§ 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."*

22. Especificamente no que tange à estrutura pretendida para a presente operação, destaca-se os seguintes trechos do art. 3º da Instrução CVM nº 600:

*"Art. 3º O CRA deve ser vinculado a direitos creditórios originários de negócios realizados entre produtores rurais, ou suas cooperativas, e terceiros, inclusive financiamentos ou empréstimos, relacionados com a produção, a comercialização, o beneficiamento ou a industrialização de:*

*I – produtos agropecuários;*

*II – insumos agropecuários; ou*

*III – máquinas e implementos utilizados na atividade agropecuária.*

*(...)*

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

*I – direitos creditórios que tenham como devedores ou credores originais pessoas físicas ou jurídicas caracterizadas como produtores rurais ou suas cooperativas, independente da destinação dos recursos a ser dada pelo devedor ou pelo cedente;*

***II – títulos de dívida emitidos pelos terceiros referidos no caput, vinculados a uma relação comercial existente entre o terceiro e produtores rurais ou suas cooperativas; ou***

*III – títulos de dívida emitidos por produtores rurais, ou suas cooperativas.*

***§ 5º Também são aceitos como lastro de CRA os direitos creditórios de negócios realizados entre distribuidores e terceiros, desde que estejam explicitamente vinculados, por meio de instrumentos contratuais ou de títulos de crédito, a vendas do distribuidor aos produtores rurais, cabendo à companhia securitizadora comprová-los anteriormente à emissão do CRA.***

*(...)*

***§ 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.***

*§ 8º A destinação dos recursos referida no § 7º deve ser comprovada por meio de contrato ou outro documento vigente entre o terceiro e o produtor rural, em montantes e prazos compatíveis com os da emissão do certificado, e verificada semestralmente pelo agente fiduciário."*  
(grifos nossos)

23. Do acima exposto, percebe-se que, havendo vínculo com relação existente entre produtor rural ou suas cooperativas e terceiros, nos termos do inciso II do § 4º do art. 3º da Instrução CVM 600, o lastro dos CRA pode ser constituído por dívida emitida por tais terceiros em duas situações, quais sejam: (i) quando os recursos recebidos por terceiros com a emissão da dívida utilizada como lastro de CRA são destinados a produtores rurais, para fins de comprovação da vinculação referida, nos termos do § 7º do art. 3º; ou (ii) quando tais terceiros são considerados distribuidores e os direitos creditórios que lastrearão os CRA estiverem explicitamente vinculados, por meio de instrumentos contratuais ou de títulos de crédito, a vendas dos distribuidores aos produtores rurais, cabendo à companhia securitizadora comprová-los anteriormente à emissão do CRA, nos termos do § 5º do art. 3º da referida Instrução.

24. Como se vê, a estrutura pretendida na presente Oferta, que conta com lastro formado por dívida de emissão de terceiro (a Vamos), não observa, a princípio, nenhuma das duas possibilidades acima mencionadas, uma vez que (i) os recursos oriundos da emissão dos CRA não serão direcionados pela Vamos a produtores rurais ou suas cooperativas, mas sim a fornecedores de máquinas e implementos agrícolas, e (ii) a Vamos não pode ser considerada, em sentido estrito, como distribuidora, por conta de não realizar vendas aos produtores rurais ou suas cooperativas, mas sim a aquisição de máquinas e implementos agrícolas para posterior locação aos referidos produtores.

25. Não obstante, ainda que a Vamos não possa ser considerada em sentido estrito como distribuidor de máquinas e implementos agrícolas, entendemos que seu papel dentro da dinâmica do agronegócio se assemelha ao papel do distribuidor de produtos ou insumos agropecuários, uma vez que, assim como os distribuidores representam um elo entre fornecedores de produtos ou insumos agropecuários e produtores rurais ou suas cooperativas, a Vamos representa um elo entre fornecedores de máquinas e implementos agrícolas e produtores rurais ou suas cooperativas, com a diferença apenas na forma de atuação (revenda de produtos ou insumos x aluguel de máquinas e implementos) que se dá pela natureza do produto a ser negociado.

26. No caso dos distribuidores de produtos e insumos agropecuários, tais produtos são adquiridos juntos a fornecedores e posteriormente revendidos aos produtores rurais ou suas cooperativas, enquanto que no caso da Vamos, as máquinas e implementos agrícolas são adquiridos de fornecedores e posteriormente alugados aos produtores rurais ou suas cooperativas, considerando o alto valor agregado desses equipamentos.

27. Ainda que esse paralelo possa ser facilmente entendido, o fato é que o lastro da presente operação não observa explicitamente o que preceitua o § 5º do art. 3º da Instrução CVM 600, de modo que 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 e deliberar que a Vamos poderia ser considerada como distribuidor para fins do aludido dispositivo normativo.

28. Nesse sentido, cabe mencionar que a possibilidade de lastro constituído por dívida de emissão de distribuidor de produtos ou insumos agropecuários foi inserida na Instrução CVM 600 em função de operação que foi apreciada pelo Colegiado da CVM anteriormente à sua Edição, em sede de recurso interposto contra decisão da SRE, no âmbito do pedido de registro da oferta pública de distribuição de CRA da 1ª série da 12ª emissão da própria Emissora (“Caso Syngenta” – Processo CVM nº 19957.006751/2017-15– Decisão de 21/11/2017), cuja Ata encontra-se transcrita abaixo:

**“RECURSO CONTRA DECISÃO DA SRE – REGISTRO DE OFERTA PÚBLICA DE DISTRIBUIÇÃO DE CERTIFICADOS DE RECEBÍVEIS DO AGRONEGÓCIO – VERT COMPANHIA SECURITIZADORA E OUTRO - PROC. SEI 19957.006751/2017-15**

*O Diretor Gustavo Gonzalez declarou-se impedido, tendo deixado a sala durante o exame do caso.*

*Trata-se de recurso interposto por VERT Companhia Securitizadora, na qualidade de ofertante (“Ofertante”), e Banco Santander (Brasil) S.A., na qualidade de coordenador líder (em conjunto com a Ofertante,*

*“Recorrentes”) contra entendimento da Superintendência de Registro de Valores Mobiliários – SRE no âmbito do pedido de registro da oferta pública de distribuição (“Oferta”) de Certificados de Recebíveis do Agronegócio (“CRA”) da 1ª série da 12ª emissão da Ofertante.*

*A Oferta, destinada exclusivamente a investidores qualificados, envolve a emissão inicial de 850.000 CRA, com valor nominal unitário de R\$ 1.000,00, perfazendo o valor total de R\$ 850.000.000,00. O lastro da Oferta consiste em Notas Promissórias emitidas por Produtores Rurais, suas Cooperativas, e por Distribuidores de insumos agrícolas (em conjunto, “Devedores”) à Vert Créditos Ltda. (“Cedente”), sociedade ligada à Ofertante, e serão baseadas no volume de insumos a serem adquiridos da Syngenta Proteção de Cultivos Ltda. (“Syngenta”). Em relação aos Produtores Rurais e Cooperativas, o valor das Notas Promissórias será embasado em ordens de compra e venda e/ou notas fiscais eletrônicas, enquanto que no caso dos Distribuidores, tal valor será indicado em função do volume de insumos previstos nos pedidos recebidos anteriormente de pequenos e médios Produtores Rurais.*

*Segundo informações dos Recorrentes, com os recursos decorrentes dos CRA, a Ofertante, por conta e ordem dos Devedores, como contraprestação pela aquisição das Notas Promissórias da Cedente, pagará o Preço de Aquisição à Syngenta, cujo valor refere-se à compra dos insumos, conforme as operações de compra e venda. Na sequência, a Syngenta entregará os insumos para os Devedores, e os Distribuidores venderão os insumos para pequenos e médios Produtores Rurais, conforme pedidos realizados previamente.*

*Em sua análise inicial, a SRE entendeu que as Notas Promissórias emitidas pelos Distribuidores não poderiam ser consideradas como “direitos creditórios originários de negócios realizados entre produtores rurais, ou suas cooperativas, e terceiros”, conforme previsto no § 1º do art. 23 da Lei nº 11.076/04. Na sua visão, além de não ser possível equiparar os Distribuidores a produtores rurais, não ficou demonstrada a vinculação da destinação dos recursos oriundos da emissão das referidas Notas Promissórias a produtores rurais, ou suas cooperativas, devidamente identificados e com base em contratos de comercialização de produtos ou insumos agropecuários, que sejam realizados até a liquidação dos CRA.*

*Nesse sentido, a área técnica solicitou a adequação da estrutura da Oferta ao disposto na Lei nº 11.076/04, tendo requerido ajustes na documentação apresentada, de modo a justificar o enquadramento: (i) das Notas Promissórias como direitos creditórios do agronegócio, nos termos do § 1º do art. 23 da referida Lei; (ii) dos produtos adquiridos no âmbito das Notas Promissórias como insumos agropecuários, encaminhando cópia dos contratos de fornecimento envolvidos; e (iii) dos adquirentes dos referidos produtos como produtores rurais ou cooperativas de produtores rurais.*

*Em sede de recurso, os Recorrentes alegaram essencialmente que: (i) embora os Distribuidores não sejam classificados como produtores rurais ou cooperativas de produtores rurais, a sua atividade intrínseca, forma de atuação e função na cadeia do agronegócio, permitiriam a interpretação extensiva do art. 23 da Lei nº 11.076/04; (ii) o Colegiado da CVM já teria admitido emissão de CRA com lastro em títulos de dívida de terceiros (não considerados como produtor rural ou suas cooperativas), conforme decisão relativa ao Processo 19957.001669/2016-13; (iii) a comercialização dos bens produzidos pela Syngenta, insumos de proteção de cultivos e sementes, é destinada exclusivamente a produtores rurais por disposição legal e regulamentar, não sendo*

*necessária a identificação individual de produtores rurais ou suas cooperativas; e (iv) não caberia a exigência de apresentação dos contratos realizados entre os Distribuidores e Produtores Rurais, uma vez que, de acordo com os documentos da Oferta, os Distribuidores deverão fornecer à Emissora e ao Agente Fiduciário as Notas Fiscais de efetiva comercialização dos insumos junto a Produtores Rurais e suas Cooperativas, o que já fortaleceria a segurança da estrutura.*

*Na visão da área técnica, a decisão do Colegiado no Processo 19957.001669/2016-13 (“Caso Burger King”, apreciado em 30.08.2016), que permitiu a constituição de lastro de CRA vinculado a dívidas de emissão de terceiros, teria criado uma série de condições para a aprovação desse tipo de estrutura, com o objetivo de identificar expressamente na documentação da Oferta a origem dos negócios realizados, nos termos da Lei nº 11.076/04. No caso concreto, como não foram apresentados documentos que formalizassem a relação entre os Produtores Rurais (e suas Cooperativas) e os Distribuidores, a SRE entendeu que não estariam cumpridos os requisitos da Lei em comento. Desse modo, a SRE concluiu pela manutenção das exigências reiteradas nos itens 3.8.2 e 3.8.3 do Ofício nº 333/2017/CVM/SRE/GER-1, relacionadas a ajustes nos documentos da Oferta no que tange às Notas Promissórias de emissão dos Distribuidores.*

*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. De acordo com a posição majoritária do Colegiado, tais exigências introduziriam custos desnecessários na Oferta, uma vez que a verificabilidade da integridade dos lastros dos CRA poderia ser assegurada por meios menos onerosos. **Nessa direção, o disposto no art. 23, § 1º, da Lei nº 11.076, de 2004,***

**restaria atendido caso a Oferta fosse de tal modo estruturada que os instrumentos contratuais ou títulos de crédito emitidos pelos produtores rurais acompanhassem os títulos de créditos emitidos pelos distribuidores a que estejam vinculados. Dessa forma, caberia à Emissora verificar, com base na documentação recebida, a higidez e a completude do lastro previamente à emissão do respectivo CRA. Tais documentos também deveriam ser mantidos custodiados junto à Instituição Custodiante de modo a permitir a verificação da regularidade do lastro pela CVM, no curso das suas rotinas de supervisão ou quando entender apropriado.**

O Diretor Henrique Machado, por sua vez, votou pelo deferimento do recurso por entender que a operação em análise preenche os requisitos legais de que trata o art. 23, §1º, da Lei nº 11.076, de 2004, e atende o objetivo da citada Lei de desenvolvimento do agronegócio por meio do financiamento privado. Nesse sentido, o Diretor destacou que a apresentação dos documentos ou a alteração da estrutura e fluxo da operação, conforme descritas no Memorando da SRE, representam aumento injustificado do custo de observância e podem resultar, inclusive, em inviabilidade do acesso de pequenos e médios produtores rurais, que atuam por intermédio de Distribuidores, ao mercado de capitais via CRA.

Em sua manifestação, ressaltou que a utilização, o armazenamento e a comercialização de defensivos agrícolas são regidos por legislação especial (Lei nº 7.802, de 1999, e Decreto nº 4.074, de 2002) que determina que esses produtos sejam aplicados exclusivamente na lavoura, de forma que os títulos de crédito que lastreiam a emissão de CRA estão necessariamente relacionados à atividade agropecuária. Assim sendo, não há que se falar em apresentação adicional de documentos ou alteração da estrutura da operação a fim de garantir a destinação adequada dos recursos oriundos da securitização.

Ademais, destacou que os Distribuidores são elemento essencial na integração das atividades econômicas que compõem a produção agrícola, destacadamente quanto à parcela do agronegócio voltada ao pequeno e médio produtor rural. Trata-se de intermediário que tradicionalmente responde pelo oferecimento de produtos e serviços ao produtor e é essencial ao escoamento de insumos agropecuários, considerando a escala exigida para essa atividade e a pulverização geográfica do setor no país. Nesse diapasão, asseverou que o título de crédito oriundo de negócio realizado entre o Distribuidor e o fornecedor de insumos agrícolas, em casos como o ora em apreço, deve ser considerado elegível ao lastro dos CRAs porquanto se vincula necessariamente ao negócio a ser realizado com o produtor rural. Mais do que isso, esse seria o instrumento pelo qual o pequeno e médio produtor rural podem acessar o financiamento privado estabelecido pela Lei nº 11.076, de 2004. Tal interpretação seria, ainda em seu entendimento, a que melhor justifica o benefício tributário atribuído aos rendimentos do CRA.” (grifos nossos)

29. Como se percebe da Decisão acima, o Colegiado entendeu que títulos de crédito emitidos por distribuidores de produtos ou insumos agropecuários (no caso em comento, Notas Promissórias) em face de terceiros poderiam constituir lastro de CRA, desde que “os instrumentos contratuais ou títulos de crédito emitidos pelos produtores rurais acompanhassem os títulos de créditos emitidos pelos distribuidores a que estejam vinculados”, sendo tal entendimento refletido na Instrução CVM 600, como vimos, no § 5º de seu art. 3º (“também são aceitos como lastro de CRA os direitos creditórios de negócios realizados entre distribuidores e terceiros, desde que estejam explicitamente vinculados, por meio de instrumentos contratuais ou de títulos de crédito, a vendas do distribuidor aos produtores

rurais, cabendo à companhia securitizadora comprová-los anteriormente à emissão do CRA”).

30. No presente caso, os títulos de crédito que comporão o lastro dos CRA serão as debêntures de emissão da Vamos, as quais, conforme prevê a documentação da Oferta, serão expressamente vinculadas a pedidos elaborados por produtores rurais ou suas cooperativas formalizando promessa de locação das máquinas e implementos agrícolas que serão adquiridos por meio dos recursos oriundos de tais debêntures.

31. Nesse sentido, entendemos que o papel da Vamos na presente operação se assemelha ao papel do distribuidor de produtos ou insumos agropecuários nas operações em que títulos de emissão de tais distribuidores são aceitos como lastro de CRA pela Instrução CVM 600, de modo que somos favoráveis a que o Colegiado da CVM autorize esta área técnica a considerar a Vamos como distribuidor, nos termos do § 5º do art. 3º da referida Instrução, desde que todos os documentos que formalizem a promessa de produtores rurais ou suas cooperativas de alugarem todas as máquinas e implementos que serão adquiridos com os recursos oriundos da emissão dos CRA sejam firmados anteriormente a emissão dos referidos títulos, bem como seja demonstrada a capacidade de alocação da totalidade de tais recursos à compra das máquinas e implementos requisitados pelos produtores rurais ou suas cooperativas dentro do prazo dos CRA.

## V. Conclusão

32. Por todo o acima exposto, propomos o encaminhamento do presente Processo ao SGE, solicitando que o mesmo seja submetido à apreciação do Colegiado da CVM, tendo esta SRE/GER-1 como relatora, ressaltando que, em nosso entendimento, o lastro da presente operação deve ser considerado como aderente ao que preceitua o § 5º do art. 3º da Instrução CVM 600 e que, portanto, não vemos óbice a que seja concedido o registro da oferta de CRA da 1ª série da 21ª emissão da Vert Companhia Securitizadora, cujo lastro será constituído por Debêntures de emissão da Vamos Locação de Caminhões, Máquinas e Equipamentos S.A., desde que sejam atendidas as demais exigências elaboradas por esta área técnica no curso da análise do pedido de registro da Oferta.

---

[1] “Art. 3º (...)

§ 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.

§ 8º A destinação dos recursos referida no § 7º deve ser comprovada por meio de contrato ou outro documento vigente entre o terceiro e o produtor rural, em montantes e prazos compatíveis com os da emissão do certificado, e verificada semestralmente pelo agente fiduciário.”.

[2] Utilizam-se as aspas para seguir a terminologia empregada, pela Instrução CVM 600, na normatização da captação por instrumentos de dívida que lastreiam os CRA.

[3] Atividade referida no artigo 23, parágrafo 1º, da Lei 11.076 (requisito de atividade), conforme descrito acima.

[4] Objetos referidos no artigo 23, parágrafo 1º, da Lei 11.076 (requisito de objeto), conforme descritos acima.

[5] Lei nº 8.245, de 1991, artigo 54-A: “Art. 54-A. *Na locação não residencial de imóvel urbano na qual o locador procede à prévia aquisição, construção ou substancial reforma, por si mesmo ou por terceiros, do imóvel então especificado pelo pretendente à locação, a fim de que seja a este locado por prazo determinado, prevalecerão as condições livremente pactuadas no contrato respectivo e as disposições procedimentais previstas nesta Lei.*” (grifou-se)

[6] Em analogia com o § 5º, do artigo 3º, aqui citado, que exige a comprovação *antes* da emissão dos CRA.

[7] Instrução CVM 600, artigo 3º, §5º, da: "Art. 3º O CRA deve ser vinculado a direitos creditórios originários de negócios realizados entre produtores rurais, ou suas cooperativas, e terceiros, inclusive financiamentos ou empréstimos, relacionados com a produção, a comercialização, o beneficiamento ou a industrialização de:

§ 5º **Também são aceitos como lastro de CRA os direitos creditórios de negócios realizados entre distribuidores e terceiros, desde que estejam explicitamente vinculados, por meio de instrumentos contratuais ou de títulos de crédito, a vendas do distribuidor aos produtores rurais, cabendo à companhia securitizadora comprová-los anteriormente à emissão do CRA."**

Atenciosamente,

RAUL DE CAMPOS CORDEIRO  
Gerente de Registros-1

Ao SGE, de acordo com a manifestação da GER-1.

LUIS MIGUEL R. SONO  
Superintendente de Registro de Valores Mobiliários  
(em exercício)

Ciente.  
À EXE, para providências exigíveis.

ALEXANDRE PINHEIRO DOS SANTOS  
Superintendente Geral



Documento assinado eletronicamente por **Raul de Campos Cordeiro, Gerente**, em 10/01/2019, às 12:09, com fundamento no art. 6º, § 1º, do Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015.



Documento assinado eletronicamente por **Luis Miguel Jacinto Mateus Rodrigues Sono, Superintendente de Registro em exercício**, em 10/01/2019, às 12:10, com fundamento no art. 6º, § 1º, do Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015.



A autenticidade do documento pode ser conferida no site [https://sei.cvm.gov.br/conferir\\_autenticidade](https://sei.cvm.gov.br/conferir_autenticidade), informando o código verificador **0665622** e o código CRC **7BBC01D7**.

*This document's authenticity can be verified by accessing [https://sei.cvm.gov.br/conferir\\_autenticidade](https://sei.cvm.gov.br/conferir_autenticidade), and typing the "Código Verificador" **0665622** and the "Código CRC" **7BBC01D7**.*

