



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031
www.cvm.gov.br

Ofício Interno nº 18/2021/CVM/SSE

Rio de Janeiro, 01 de julho de 2021.

De: SIN e GSEC-2/SSE

Para: SGE

Assunto: Recurso contra decisão da SSE referente Jaya FIDC NP e Green Efficiency FIDC NP - Processo CVM nº 19957.004508/2019-24

Senhores Superintendentes,

1. O presente Ofício Interno refere-se à análise dos recursos apresentados à CVM em 28/08/2020 (1086722, 1086723, 1086735 e 1086736), relativamente aos fundos Jaya - Fundo de Investimento em Direitos Creditórios Não Padronizados, CNPJ: 28.142.331/0001-85 ("Jaya FIDC NP") e Green Efficiency - Fundo de Investimento em Direitos Creditórios Não-Padronizados Aberto - FIDC NP, CNPJ: 33.360.373/0001-22 ("Green FIDC NP").

2. O Jaya FIDC NP é administrado pela Terra Investimentos Distribuidora de Títulos e Valores Mobiliários Ltda., CNPJ: 03.751.794/0001-13 ("Terra") e gerido pela REAG Gestora de Recursos S.A., CNPJ: 18.606.232/0001-53 ("Reag") desde seu início. O Green FIDC NP é administrado pela Monetar Distribuidora de Títulos e Valores Mobiliários Ltda., CNPJ: 12.063.256/0001-27 ("Monetar") e gerido pela Reag desde seu início.

3. Desde 2019, a Terra e a Monetar fazem parte do mesmo grupo econômico. O principal ativo integrante da carteira do Jaya FIDC NP e do Green FIDC NP denomina-se Unidade de Crédito de Sustentabilidade ("UCS").

4. Após realizar a análise acerca das UCS, e se tal ativo atende ou não à definição de direito creditório constante nas normas da CVM, bem como se atende ou não ao rol de ativos que pode compor a parcela remanescente do patrimônio líquido ("PL") do FIDC não aplicada em direitos creditórios, esta área técnica, na época gerência da SIN, concluiu que:

a) a UCS não corresponde a um "direito creditório" e, dessa forma, os fundos não atendem à Instrução CVM nº 356/01 ("ICVM 356") ou à Instrução CVM nº 444/06 ("ICVM 444"); e

b) a UCS também não está enquadrada no rol de ativos previstos no art. 40, §§ 1º e 2º da ICVM 356.

5. Dessa forma, entendemos que a UCS não é um ativo passível de aquisição por FIDC, seja padronizado ou não-padronizado, e, assim, os fundos Jaya FIDC NP e Green FIDC NP estavam operando de forma irregular e deveriam ser encerrados. Ainda, entendemos que as UCS também não se qualificam como "ativos financeiros" de que trata a Instrução CVM nº 555/14 ("ICVM 555"). Isso porque as UCS não se enquadram na definição de "ativos financeiros" prevista no art. 2º, inciso V, da ICVM 555, tampouco são passíveis de registro, custódia ou depósito, conforme exigido para os ativos financeiros, nos termos do art. 95, §1º,

da mesma Instrução.

6. Dessa forma, a SIN entendeu, também, não haver possibilidade de que o Jaya FIDC-NP e o Green FIDC NP fossem transformados em fundos multimercado (FIM), ou qualquer outra categoria de fundo prevista na ICVM 555.

7. Com base nisso, enviamos à Terra e à Monetar, em 27/07/2020, os Ofícios nº 134/2020/CVM/SIN/GIES (“Ofício 134/20”) e nº 135/2020/CVM/SIN/GIES (“Ofício 135/20”), para que determinadas exigências constantes nos referidos ofícios fossem atendidas para o Jaya FIDC NP e o Green FIDC NP, dentre elas o encerramento desses fundos. O prazo original concedido para atendimento de tais notificações extraordinárias foi até 28/08/2020, cerca de 30 dias contado do envio dos ofícios aos administradores.

8. Como será exposto adiante em detalhes, os dois recursos apresentados à CVM em 28/08/2020 pela Reag e pela Terra conjuntamente com a Monetar, gestora e administradores do Jaya FIDC NP e do Green FIDC NP, requerem ao Colegiado a reversão do entendimento das áreas técnicas.

9. Tendo em vista a mudança na estrutura organizacional ocorrida na CVM a partir de 08/02/2021, os FIDCs passaram a ser competência da SSE – Superintendência de Supervisão de Securitização, componente recém-criado. Assim, o processo 19957.004508/2019-24, que antes estava sendo analisado pela GIES – Gerência de Investimentos Estruturados, passou a ser analisado pela GSEC-2 – Gerência de Supervisão de Securitização 2, um dos componentes subordinados à SSE.

10. De qualquer forma, dado que (i) o caso aqui tratado envolve também o pedido subsidiário para que a UCS seja classificada como um “ativo financeiro” no âmbito da ICVM 555, com a possibilidade de transformação do FIDC em FIM, permanecendo os FIMs sob a competência da SIN, e (ii) as decisões aqui recorridas foram originalmente proferidas pela SIN, o presente Ofício Interno está sendo elaborado de forma conjunta pela SIN e pela SSE (esta última por meio da GSEC-2).

11. Destacamos que este caso foi também enviado à PFE – Procuradoria Federal Especializada da CVM, para realização de uma análise estritamente jurídica acerca das UCS, antes da submissão do presente Ofício Interno ao Colegiado. As conclusões da PFE estão descritas ao final deste Ofício Interno.

12. Ressaltamos que, paralelamente à análise das UCS e sua qualificação ou não como direitos creditórios, a GSEC-2/SSE está realizando a apuração de responsabilidades de determinados participantes por infrações às normas da CVM. Tal apuração, apesar de estar sendo realizada no âmbito deste mesmo processo 19957.004508/2019-24, não se confunde com o objeto do presente Ofício Interno, muito embora a decisão sobre a natureza das UCS, que vier a ser aqui deliberada, poderá influenciar a avaliação final da SSE sobre algumas das infrações sob análise.

13. A seguir, dividiremos este Ofício Interno em 5 seções: na 1ª seção, apresentamos as características básicas da UCS, visando elucidar a discussão posterior; na 2ª seção, descrevemos os principais apontamentos trazidos pela Reag, Terra e Monetar em seus recursos; na 3ª seção, reproduzimos os pedidos por eles apresentados ao final de suas petições; na 4ª seção, apresentamos as considerações conjuntas da SIN e da GSEC-2/SSE; e, por fim, na 5ª seção, apresentamos a conclusão e a sugestão de encaminhamento para o caso em tela.

I) DAS CARACTERÍSTICAS BÁSICAS DA UCS

14. Em sua resposta ao Ofício nº 52/2019/CVM/SIN/GIES (“Ofício 52/2019”), a Terra descreve a UCS e como ocorre sua emissão. Transcrevemos a seguir os principais trechos dessa descrição:

Resposta Terra ao Ofício 52/2019

“Breve resumo de o que é uma UCS: A UCS é título negociável representativo da preservação de floresta em uma determinada área, por um determinado ano-safra, correspondendo a uma unidade de monetização obtida a partir do inventário, verificação e valoração dos estoques de biomassa florestal, e sua correlação com o carbono equivalente estocado, a riqueza da biodiversidade, o potencial hídrico e a vocação econômica, associadas a um plano de negócios para o desenvolvimento sustentável.”

“GLOSSÁRIO:

UCS - título negociável representativo da preservação de floresta em uma determinada área por um determinado ano-safra. O ativo não possui características de valores mobiliários de acordo com a regulamentação em vigor, mas se trata de um ativo financeiro.

CPR - Cédula de Produtor Rural formaliza a obrigação do proprietário em preservar a área em questão, por um ano-safra.

UNESP - Vistoria a área em questão, decorrido o ano-safra, e certifica a preservação.

IMEI - Emite a UCS após a vistoria da área.

BMTCA - BMTCA Ativos Ambientais S.A., ambiente de registro e custódia das UCS, criado pelos participantes do Programa Brasil Mata Viva, coordenado pela IMEI, registra e custodia a UCS e disponibiliza para negociação no Blockchain NXT"

"COMO OCORRE A EMISSÃO DA UCS: UCS é emitida em contrapartida à quitação da CPR do ano-safra de janeiro a dezembro anterior pelo proprietário, certificada pela UNESP. UCS não são objeto de regulação específica no âmbito federal e internacional. IMEI definiu a formatação econômica e jurídica das UCS, com base em sua metodologia. Custódia realizada através de cartórios e depósito dos títulos no Brasil.

IMEI estrutura e emite UCS, com base em mandato a ela outorgado por proprietários das áreas, onde é realizada a preservação da floresta pelo prazo de 25 anos formalizado por meio de Termos e Condições de Adesão ao Programa Brasil Mata Viva TCA-BMV celebrado entre cada proprietário do imóvel e a IMEI ("Termo de Adesão"). Tal estrutura fica gravada nas matrículas das áreas que participam do programa.

Proprietários signatários dos Termos de Adesão são as pessoas indicadas nas CPRs.

(...)"

"AGENTES ENVOLVIDOS:

(i) Programa Gerador de Crédito de Floresta Brasil Mata Viva - Programa Brasil Mata Viva - BMVs: Programa desenvolvido para abrigar projetos que contemplam a sustentabilidade em três dimensões: social, ambiental e econômica. Os programas são viabilizados pela cotização de créditos de florestas a partir das UCS. Por meio deste programa, os produtores rurais, por meio de associações, unem-se em 'Núcleos de Desenvolvimento' e assumem o compromisso de preservarem 100% do seu patrimônio ambiental, (florestas nativas + seu estoque de carbono sua biodiversidade recursos hídricos + uso do solo + produção agrícola).

(ii) IMEI: Empresa de consultoria que detém a propriedade intelectual do Programa Gerador de Crédito de Floresta Brasil Mata Viva. A entidade atua como estruturadora e emissora das UCS, com base em mandato a ela outorgado por proprietários das áreas onde é realizada a preservação da floresta pelo prazo de 25 anos, formalizado por meio de Termos e Condições de Adesão ao Programa Brasil Mata Viva TCA BMV celebrado entre cada proprietário do imóvel e a IMEI.

(...)

(iv) BMTCA: Plataforma/ambiente eletrônico de negociação de ativos de conservação de vegetação nativa denominados crédito de floresta as UCS. Por meio da plataforma BMTCA, pessoas físicas e empresas podem adquirir unidades de crédito de floresta.

(v) Blockchain NXT: Plataforma de registro dos UCS para negociação. O certificado de titularidade de crédito de floresta é representado por um número de registro único, sendo possível a verificação de titularidade e demais aspectos de origem por meio da plataforma registro no Blockchain NXT

(...)

(vii) UNESP: A Fundação de Estudos e Pesquisas Agrícolas e Florestais, sediada na Faculdade de Ciências Agrônomicas da UNESP Universidade Estadual Paulista "Júlio de Mesquita Filho" na Fazenda Experimental Lageado, tem por objetivo principal apoiar programas de desenvolvimento econômico, social e ambiental, estabelecidos com a UNESP e outras instituições. Dentro do Programa Brasil Mata Viva, o papel da UNESP é indicar cientistas e pesquisadores no desenvolvimento de metodologias de trabalho e nas validações dos relatórios de estoques de biomassa e de conversão dos mesmos para Crédito de Floresta. Conforme já mencionado, a UNESP vistoria a área relativa à CPR uma vez decorrido o ano-safra.

(...)"

15. O Certificado de Titularidade das UCS pertencente ao Jaya FIDC NP,

como informado pela Terra em sua resposta ao Ofício 52/2019. Ele traz informações, na seção “*Características do Produto*”, que corroboram a descrição fornecida pela Terra: Reproduzimos:

Certificado de Titularidade das UCS

“CARACTERÍSTICAS DO PRODUTO: O Crédito de Floresta representa o direito sobre o bem intangível e incorpóreo transacionável originado do serviço ambiental prestado nas áreas de vegetação nativa, preservadas e conservadas, de natureza econômica (Código Nacional de Atividades Econômicas – CNAE subclasse 0220-9/06). O PRODUTO é quantificado em Unidades de Crédito de Sustentabilidade - UCS BMV e valorado por metodologias aferidas pela Universidade Estadual Paulista “Júlio de Mesquita Filho” - UNESP e verificada pela Certificadora TUV Rheinland, nos mesmos moldes definidos do Crédito de Carbono no artigo 3º, XXVII, da Lei nº 12.651/2012 (Código Florestal Brasileiro), utilizado para fins de comprovação de contribuição com a preservação ambiental.”

16. As seções iniciais dos recursos apresentados pelos administradores e pelo gestor trazem informações mais pormenorizadas acerca do histórico e das características da UCS.

II) DOS PRINCIPAIS APONTAMENTOS DA REAG, TERRA E MONETAR

17. Inicialmente, após descrever o histórico e características básicas da UCS na seção I de seu recurso, a Reag apresenta na seção II os motivos pelos quais entende que a UCS se qualifica como um direito creditório.

18. O gestor começa afirmando que, pela leitura da definição de direitos creditórios no art. 2º, inciso I da ICVM 356, já seria claro e possível incluir as UCS no rol descrito por tal dispositivo, pois as UCS constituem contrapartida de um serviço prestado – a de manutenção de mata virgem por parte de proprietários rurais (isto é, o não desmatamento) – e também dependem de um proprietário de área rural não desmatada. Isso, em sua visão, qualificaria as UCS como direitos creditórios originados, respectivamente, tanto no setor comercial quanto no setor imobiliário.

19. Ainda que se concluísse pelo não enquadramento da UCS na definição do art. 2º, inciso I da ICVM 356, afirma a Reag, seria possível enquadrá-la nos incisos VI e VII do art. 1º, §1º da ICVM 444 – direitos creditórios de existência futura e montante desconhecido, desde que emergentes de relações já constituídas, ou como direitos creditórios de natureza diversa.

20. O participante aponta que a ICVM 444 admite a aquisição dos mais diversos direitos creditórios, não havendo uma lista exaustiva de espécies de direitos creditórios que podem ser adquiridas por FIDCs-NP. E alega que as UCS podem ser consideradas direitos creditórios de natureza diversa, pois “(...) efetivamente constituem créditos do seu titular, sendo apenas necessária a decisão da forma de sua utilização”.

21. Além disso, a Reag entende que “(...) a UCS pode ser considerada como direito creditório de existência futura e montante desconhecido, pois, apesar do serviço de preservação ambiental já ter sido prestado, a forma como será auferido seu benefício depende de um evento futuro, podendo ser, a título exemplificativo, uma alienação para terceiros, auferimento de benefícios fiscais ou compensação de multas ambientais”. Afirmam, ainda, que “(...) o detentor de uma UCS possui a expectativa de recebimento, sendo apenas necessário que opte por uma das diversas modalidades que dispõe, sendo a sua alienação para terceiros apenas uma de diversas opções.”

22. Assim, o gestor alega que a UCS não seria um mero certificado de preservação ambiental, mas sim a remuneração de um serviço prestado por aquele que não desmatou uma área por ele possuída.

23. A seguir, o participante cita algumas decisões anteriores do Colegiado da CVM a respeito de FIDCs, como os Processos Administrativos nº RJ2004/6913 e nº RJ2009/9811, por exemplo, destacando a diferença conceitual entre “créditos” e “direitos creditórios”, sendo que o primeiro termo corresponde a créditos já constituídos, e o segundo abrange também créditos futuros, ainda não constituídos. Apontam que a UCS depende apenas da definição de seu titular sobre qual tratamento será dado para aferição de sua contrapartida, e que a relação que origina a emissão da UCS já foi efetivamente constituída, através da execução do serviço de preservação ambiental prestado pelo detentor de uma propriedade.

24. A Reag aponta também que o Estado de Goiás detém UCS em seu ativo, e as considera direitos creditórios (a petição traz um trecho do Balanço

Geral do Estado de Goiás para o Exercício de 2017, que trata do tema UCS). Dessa forma, o gestor entende que esse tratamento contábil dado por tal ente federativo reforça a real natureza da UCS como direito creditório.

25. Assim, a Reag finaliza a seção II de seu recurso afirmando que as UCS “(...) *Devem ser considerados (i) como efetivamente englobados pela definição trazida no artigo 2º da ICVM 356; (ii) como direitos creditórios de natureza diversa; ou (iii) como direitos creditórios de existência futura e montante desconhecido*”.

26. Na seção III de sua petição, a Reag apresenta as razões pelas quais entende que a UCS atende à definição de ativo financeiro da ICVM 555. O gestor inicia afirmando que o art. 2º, inciso V da ICVM 555 oferece uma lista exemplificativa do que se entende por “ativo financeiro” no âmbito daquela Instrução, e a sua definição é mais abrangente do que inicialmente se imagina, haja vista que inclui quaisquer créditos, títulos, contratos e modalidades operacionais expressamente previstos no regulamento do fundo.

27. Alegam que os Ofícios 134/20 e 135/20 se limitam a afirmar que as UCS não se qualificam como “ativos financeiros” de que trata a ICVM 555, não fornecendo qualquer justificativa. E que a *legal opinion* fornecida pelo Sr. Fernando Albino (a ser descrita mais adiante neste Ofício Interno) deixa claro que a UCS deve ser considerada um título, e que o bem por ele representado decorre da preservação ambiental realizada pelo proprietário da área preservada.

28. Ainda, informam que o art. 1º, Parágrafo único, da Lei Estadual nº 19.763 do Estado de Goiás também define as UCS como “*instrumentos representativos dos certificados comprobatórios da origem do bem intangível (...)*”. Assim, julgam que, mesmo se as UCS não forem consideradas direitos creditórios, devem ser consideradas títulos, devendo, nos termos da ICVM 555, caracterizar ativo financeiro elegível para fundo multimercado, desde que expressamente previsto em seu regulamento. Para corroborar seu entendimento, citam precedente decidido pelo Colegiado no Processo Administrativo CVM nº RJ2009/6346, referente a créditos de carbono.

29. Também afirmam que, em comparativo com o caso acima mencionado, as UCS, “(...) *além de serem emitidos no Brasil, possuem sua existência garantida por custodiante (a BMTCA Ativos Ambientais S.A.) e sua negociação é disponibilizada no Blockchain NX, o que já serviria para demonstrar a possibilidade de serem detidas por um FIM*”.

30. Assim, pelos motivos acima expostos, e finalizando seu recurso, a Reag acredita que as UCS são direitos creditórios passíveis de aquisição por FIDCs, e que também se qualificam como ativos financeiros passíveis de aquisição por fundos ICVM 555, como os fundos multimercado.

31. No recurso da Terra e da Monetar - instituições do mesmo grupo econômico - eles descrevem, na seção II de sua petição, o histórico e as características da UCS. Entre outros detalhes, é informado, por exemplo, que 1/3 (um terço) das UCS emitidas é atribuído ao produtor rural titular da área conservada, 1/3 (um terço) é destinado à associação de produtores à qual o proprietário da área conservada faz parte, e 1/3 (um terço) é destinado à IMEI a título de remuneração pela instituição do Programa Brasil Mata Viva.

32. Outro ponto descrito (nota de rodapé nº 18 na pág. 7 do recurso) é que “... *o preço de negociação das UCS não está necessariamente atrelado ao seu valor nominal, mas toma por base o preço em que créditos de carbono são negociados em mercados de balcão de ativos de conservação e neutralização ambientais consolidados, como o mercado europeu e o do estado norte-americano da Califórnia*”.

33. A Terra e a Monetar descrevem que, através da empresa BMTCA Ativos Ambientais S.A. – BMTCA, os proprietários rurais podem transacionar as UCS com terceiros, monetizando o serviço de preservação ambiental de suas áreas. E que a aquisição das UCS, por sua vez, “... *pode estar motivada por interesse (i) de especulação; (ii) de compensar a emissão atmosférica de carbono equivalente, para reduzir a “pegada de carbono”; ou (iii) de liquidar determinadas obrigações legais, tanto de natureza pecuniária quanto de natureza ambiental*”.

34. No que diz respeito a essa terceira utilidade, os administradores citam o Art. 1º, §4º, incisos XI a XIII da Lei nº 11.001/2019 do Estado de Mato Grosso, que instituiu o “Programa Moeda Verde”, e o Art. 5º, incisos X e XI do Decreto nº 2.894/2018 do Estado do Amapá, que regulamenta o “Programa Tesouro Verde”. Apontam que ambos tratam da possibilidade de utilização de títulos e certificados de conservação, dos quais a UCS é espécie, “*para cumprimento de medidas*”

mitigatórias e compensatórias a serem estabelecidas pela Secretaria Estadual de Meio Ambiente ou por regulamentações do Conselho Estadual do Meio Ambiente”, ou “para o pagamento de multas ou contrapartidas ambientais”.

35. Na seção III de seu recurso, a Terra e a Monetar entendem que a UCS enquadra-se como direito creditório de natureza diversa, previsto no art. 1º, §1º, inciso VII da ICVM 444.

36. Alegam que a “UCS consubstancia crédito (isto é, um direito patrimonial disponível) que pode ser utilizado pelo seu titular para finalidades diversas”, sendo as duas principais as dos itens (ii) e (iii) descritos acima.

37. Assim, apontam, a UCS não proporciona a seu titular apenas o recebimento de recursos no caso de venda do certificado a um terceiro – como, segundo eles, teria afirmado a área técnica da CVM na análise original da UCS que motivou o recurso – mas também direitos a prestações propriamente ditas, com utilização para compensação da emissão atmosférica de carbono equivalente, ou para a liquidação de obrigações. E, aduzem, o direito à prestação propriamente dita e ao recebimento do valor patrimonial do título é um dos elementos caracterizadores do “crédito”.

38. Além disso, os participantes destacam que a natureza de direito creditório da UCS é reconhecida por unidades da federação que adotaram o programa “Tesouro Verde” para monetizar a conservação de suas terras públicas. Nesse sentido, citam as Leis nº 2.353/2018 do Estado do Amapá e nº 19.763/2017 do Estado de Goiás:

Lei nº 2.353/2018 do Estado do Amapá

“Art. 2º São considerados instrumentos representativos dos ativos de natureza intangível, os certificados que atestam a existência do bem intangível, identificados por certificadoras com credibilidade internacional e emitidos por instituições encarregadas da guarda e conservação de documentos comprobatórios da origem, com valoração e quantificação, que podem ser vendidos ou negociados e que atestam ao seu portador **a propriedade do direito creditório do bem intangível.**” [grifo do participante]

Lei nº 19.763/2017 do Estado de Goiás

“Art. 1º, parágrafo único. Definem-se como instrumentos representativos os certificados comprobatórios da origem do bem intangível, com valoração e quantificação, emitidos por instituições de guarda e conservação de documentos, que conferem a seu portador **a propriedade do direito creditório** sobre ele, cuja existência foi previamente verificada por empresas certificadoras com credibilidade internacional, podendo ser vendidos ou negociados.” [grifo do participante].

39. Os administradores finalizam a seção III do recurso alegando que agiram de forma diligente ante a eleição, pelo gestor, da UCS para integrar o PL dos FIDCs, tendo se baseado em um conjunto robusto de documentos. Dessa forma, julgam que tinham e têm motivos legítimos para acreditar que a UCS caracteriza um direito creditório de natureza diversa (art. 1º, §1º, inciso VII da ICVM 444).

40. Na seção IV de seu recurso, a Terra e a Monetar tratam da classificação da UCS como ativo financeiro previsto na ICVM 555. Assim como alegou o gestor em seu recurso, os administradores entendem que as UCS enquadram-se na alínea “h” do inciso V do art. 2º da ICVM 555, pois a UCS “... é um título, formalizado em cártula, precificável, e cuja titularidade proporciona benefícios financeiros ao seu titular, sendo passível de negociação privada”.

41. Os administradores afirmam que “... as UCS se assemelham aos créditos de carbono, amplamente negociados no mercado internacional (pela ICE Futures Europe – ICE, por exemplo) e previstos no art. 3º, inciso XXVII, da Lei nº 12.651/2012, uma vez que ambos são consubstanciados em certificados/títulos, são precificáveis, passíveis de transferência e representam um bem intangível”. E também apontam que o Colegiado reconheceu, no Processo CVM nº RJ2009/6346, que os créditos de carbono constituem ativos financeiros, podendo ser adquiridos por fundos de investimentos regulados pela Instrução CVM nº 409/04, substituída pela vigente Instrução CVM nº 555.

42. Encerrando a seção IV de seu recurso, os participantes destacam que “... a necessidade de registro das UCS em instituição devidamente autorizada pelo Banco Central do Brasil ou pela CVM para desempenhar referida atividade (art. 95, §1º da Instrução CVM nº 555/2014) não constitui um impeditivo para que fundos de investimento multimercado invistam nesse ativo. Isso porque não se enxerga impedimento para as UCS serem registradas junto ao Segmento CETIP UTVM da

B3.”.

43. Portanto, conforme apontamentos acima, os administradores Terra e Monetar, finalizando seu recurso, e da mesma forma que o gestor Reag, também acreditam que as UCS são direitos creditórios, e que se qualificam como ativos financeiros da ICVM 555, podendo ser adquiridas por fundos multimercado.

44. Com o objetivo de reforçar seu entendimento, a Reag apresentou, como anexos a seu recurso, duas *legal opinions* elaboradas por um escritório de advocacia (1086729, 1086743, e 1086725). A primeira, emitida em Dez/18 (18/12/2018), complementada em Jan/19 (02/01/2019), visando suprir a exigência disposta no art. 7º, §1º da ICVM 444, a qual obriga a apresentação de parecer de advogado acerca da validade da constituição e da cessão dos direitos creditórios ao fundo, e tratava da natureza da UCS, os requisitos para sua emissão, a viabilidade de sua negociação junto a terceiros, e a caracterização da UCS como cártula. A segunda, emitida em Ago/20 (24/08/2020), após o envio em Jul/20 dos Ofícios 134/20 e 135/20 à Terra e Monetar, cujo objetivo foi responder questionamento da Reag sobre se a UCS representava título passível de enquadramento para FIDC-NP.

45. Da mesma forma, a Terra e a Monetar apresentaram, como anexo a seu recurso (1086742 e 1105323), parecer elaborado por outro advogado, em Set/20 (08/09/2020), a pedido da Terra, também tratando da natureza da UCS e sua elegibilidade como ativo a ser adquirido por FIDCs.

46. Em apertada síntese, a 1ª *legal opinion* apresentada pela Reag conclui que:

(i) a UCS representa a securitização de um bem intangível decorrente da preservação ambiental, e representa fato acontecido e não por acontecer, sendo fisicamente apurável e dimensionável. Quando da emissão da UCS já está constatada a preservação ambiental da qual decorre o bem intangível que permite a sua emissão.

(ii) a falta de regramento não impede o lançamento de um novo *security* no direito brasileiro, nem a sua negociação, desde que o ativo por ele representado seja uma relação ou negócio jurídico lícito e regular. A criação de um novo *security* situa-se no âmbito da liberdade dos agentes econômicos, garantido pelos arts. 170 a 175 da Constituição.

(iii) dada a tecnologia adotada na operação, todos os requisitos para emissão e negociação da UCS estariam atendidos, visto se tratar de um *security* existente comprovadamente, emitido por padrões corretos de aferição de sua quantidade, segundo normas estáveis e previsíveis de custódia e transferência, sendo um mercado a salvo de emissões em excesso ou transferência irregulares, e cujo referencial inicial de preço é o mercado internacional de crédito de carbono, tratando-se de componente exógeno de formação de preço, de modo que há a segurança que esse referencial independe da vontade e da interferência dos agentes de mercado das UCS.

47. Com relação à 2ª *legal opinion* do mesmo advogado anterior, a Reag, Terra, e Monetar destacam em seus recursos as seguintes conclusões daquele parecer:

101. Portanto, e em conclusão até aqui, operou-se um contrato típico de prestação de serviço, de longo prazo, com duas singularidades: a moeda de pagamento pelo serviço prestado não é dinheiro mas um “título” designado UCS e a obrigação do contratante de continuar a atividade da preservação se instrumentaliza pela emissão de uma cédula de produto rural a cada ano, cuja liquidação se operará com a “entrega” da conservação e o “recebimento” de UCSs.

(...)

134. Esse título confere ao seu titular, nos termos da legislação de quatro Estados membros da Federação um direito de crédito contra tais pessoas de direito público para uma variedade de propósitos, entre eles prioridade no trato econômico com tais entes subnacionais, inclusive acesso a incentivos financeiros.

135. Além disso, no âmbito da União Federal tais títulos constituem securitização da atividade de serviços ambientais de conservação, previstos no direito posto.

136. Portanto, ainda que não estejam vinculados a um negócio crédito bilateral, vinculante para as partes envolvidas, não há dúvida que tais

títulos conferem sim ao seu titular um direito de crédito, oponível a entes de direito público.

(...)

141. - Portanto, a UCS corporifica um crédito perante terceiros, quer particulares que dele necessitem para a satisfação de débitos ambientais, quer diretamente perante o Poder Público, nos limites da legislação.

(...)

144. E os FIDC-NP serviram ao meritório propósito de albergar novos arranjos negociais, incentivar estruturas contratuais e dar vazão exatamente à criação de novas fronteiras.

145. Exatamente por esse caráter inovador é que o julgamento de quais direitos de créditos devem ser aportados aos FIDC NP necessita ser extensivo na sua interpretação e não restritivo.

146. Se nos limitarmos em um FIDC-NP a apenas nele enquadrar créditos que revelem um negócio creditício bilateral estaremos prestando desserviço à própria existência desse veículo de mercado.

147. Aliás, o próprio regulador, atento a isso, previu no §1º, art. 1º, incisos VI e VII, da Instrução CVM nº 444/2006 margem para o enquadramento como o caso da UCS.

48. Esse segundo parecer, por sua vez, trata preponderantemente das características do chamado “Crédito de Floresta”, que se refere ao ativo intangível e incorpóreo que representa a preservação ambiental, e da UCS, título representativo desse ativo, bem como do regramento jurídico relativo à proteção do meio ambiente, tanto na Constituição Federal quanto em leis específicas, tais como a Lei nº 6.938/81 (Política Nacional do Meio Ambiente), a Lei nº 12.651/12 (Novo Código Florestal), e a Lei nº 13.986/20, que alterou dispositivos da Lei nº 8.929/94, que dispõe sobre CPRs.

49. Ao final, tal parecer traz as seguintes conclusões:

Tendo em vista que (i) o Poder Público pode aplicar sanções, inclusive pecuniárias, aos agentes que, utilizando recursos ambientais com fins econômicos, causem danos ao ecossistema, ficando esses obrigados a indenizá-los ou a repará-los; e (ii) o ordenamento (a) admitiu a lógica inerente ao Crédito de Floresta como mecanismo apto a promover o desenvolvimento ecologicamente sustentável e (b) reconheceu o resultado obtido nas atividades relacionadas à conservação de florestas – como é o caso do CO2 estocado – como produto rural, resta claro que o Crédito de Floresta constitui ativo de alto valor agregado e que as UCS’s BMV configuram direitos creditórios, apesar da inexistência de devedor específico quando da formação do título.

Assim, embora não se trate de típico negócio jurídico bilateral, a UCS representa crédito contra terceiros, a saber: (i) entes privados, que dela se utilizem para satisfazer débitos ambientais; ou (ii) o Poder Público, observada a legislação em vigor.

Considerando que o Crédito de Floresta constitui bem intangível e a UCS consubstancia negócio jurídico plurilateral, o ativo e o título têm que ser examinados de forma ampla, não como simples negócio creditício.

A propósito, justamente porque o mercado de capitais é um ambiente dinâmico, a CVM previu que direitos creditórios de natureza diversa podem ser utilizados para a composição da carteira de FIDC’s.

Diante do acima exposto, não há dúvida de que a UCS configura direito creditório de natureza diversa, nos termos do artigo 1º, §1º, inciso VII, da Resolução CVM nº 444/2006, podendo constituir ativo subjacente de FIDC’s.

III) DOS PEDIDOS APRESENTADOS PELA REAG, TERRA, E MONETAR

50. Ao final de sua petição (seção VI), a Reag apresenta os pedidos abaixo:

78. Pelos motivos apresentados no Item V acima, requer-se que seja concedido efeito suspensivo ao presente recurso, suspendendo até o julgamento do presente os efeitos do Despacho, nos termos dos incisos V e VI da Deliberação CVM Nº 463, de julho de 2003.

79. Ainda, tendo em vista os argumentos acima expostos, requer-se:

(i) Que a UCS seja considerada como direito creditório elegível para um FIDC; e

(ii) Seja revertido o entendimento apresentado no Despacho e nos Ofícios, de forma que a liquidação dos Fundos não seja necessária, sendo garantido o direito de continuar a desenvolver suas atividades.

80. Ademais, subsidiariamente aos pedidos elencados no parágrafo acima, requer o recorrente, caso as UCS não sejam consideradas como direitos creditórios, que:

(i) As UCS sejam consideradas como ativo financeiro elegível para um fundo multimercado, desde que expressamente previsto em seu regulamento;

(ii) Os Fundos sejam autorizados a se transformarem em fundo multimercado, com previsão expressa de que os ativos financeiros detidos serão UCS;

(iii) Seja declarado que os Fundos, após a devida transformação em fundo multimercado, podem deter as UCS como ativos financeiros.

51. Do mesmo modo, a Terra e a Monetar, ao final de sua petição (seção V), apresentam os seguintes pedidos:

5.3. Nesse sentido, os Recorrentes solicitam que se dê provimento ao presente recurso, reconhecendo que as UCS constituem direitos creditórios e reformando a decisão da SIN de encerramento dos Fundos, de modo a permitir que os Fundos continuem a operar sob a forma de FIDC-NP.

5.4. Subsidiariamente, os Recorrentes solicitam que a decisão da SIN de encerramento dos Fundos seja reformada, permitindo-se a conversão dos Fundos em fundos multimercado, regulamentados pela Instrução CVM nº 555/2014, o que tomaria por base o entendimento de que as UCS são ativos financeiros. Caso este seja o entendimento deste Colegiado, os Recorrentes comprometem-se, desde já, a adotar as providências cabíveis para essa conversão, incluindo a busca pelo registro das UCS no Segmento CETIP UTVM da B3.

5.5. Por fim, solicitamos ao d. Superintendente de Relações com Investidores Institucionais que, com fundamento no item V da Deliberação CVM nº 463/2003, seja concedido, de ofício, efeito suspensivo ao presente recurso, considerando os custos envolvidos e, sobretudo, o risco de irreversibilidade decorrente da execução da decisão consubstanciada nos Ofícios, de modo que a determinação de encerramento dos Fundos permaneça suspensa até que a matéria seja analisada no mérito pelo Colegiado da CVM ou que referida decisão seja reformada.

IV) DAS CONSIDERAÇÕES DA SIN E GSEC-2/SSE

52. Primeiramente, com relação ao pedido de efeito suspensivo da decisão da área técnica até o julgamento pelo Colegiado dos presentes recursos, comunicamos que tal pedido foi concedido. De fato, caso os administradores dos fundos Jaya FIDC NP e Green FIDC NP viessem a encerrar os fundos conforme originalmente exigido antes do julgamento dos recursos, e depois o Colegiado decidisse pelo provimento dos mesmos, os administradores teriam dificuldades e custos significativos para reverter tais encerramentos.

53. Entretanto, caso o Colegiado venha a referendar o posicionamento da SIN e da SSE exposto neste Ofício Interno, e a SIN ou a SSE venham a determinar posteriormente, com base nesse entendimento, que o imediato encerramento de outros fundos que detenham UCS em sua carteira – como, por exemplo, o fundo Tesouro Verde FIDC NP, CNPJ: 33.288.798/0001-78, para o qual se apurou posteriormente também haver investimentos nesse mesmo tipo de ativo – acreditamos que já não seria o caso de cogitar a concessão de efeito suspensivo dessa decisão.

54. No tocante ao caso específico dos fundos objeto do presente recurso – Jaya FIDC NP e Green FIDC NP – caso a posição da SIN e da SSE seja confirmada pelo Colegiado, abriremos novo prazo para o cumprimento, pelos administradores (Terra e Monetar, respectivamente), das determinações originais contidas nos Ofícios nº 134/2020/CVM/SIN/GIES e do Ofício nº 135/2020/CVM/SIN/GIES. O prazo original estabelecido em tais ofícios, por exemplo, foi de cerca de 30 dias, período esse que julgamos adequado para os administradores realizarem o encerramento dos fundos.

55. Ainda antes de adentrarmos na análise dos pontos específicos trazidos nos recursos da Reag e da Terra e Monetar, é útil trazer algumas considerações preliminares acerca da natureza da UCS, de modo a contextualizar a posterior análise. Iniciamos transcrevendo a definição de “direito creditório” trazida pela ICVM 356, em seu art. 2º, inciso I, combinado com seu art. 40, §8º:

Art. 2º, inciso I e art. 40, §8º da ICVM 356

Art. 2º Para efeito do disposto nesta instrução, considera-se:

I - direitos creditórios: os direitos e títulos representativos de crédito, originários de operações realizadas nos segmentos financeiro, comercial, industrial, imobiliário, de hipotecas, de arrendamento mercantil e de prestação de serviços, e os warrants, contratos e títulos referidos no § 8º do art. 40, desta Instrução;

(...)

Art. 40. Após 90 (noventa) dias do início de suas atividades, o fundo deve ter 50% (cinquenta por cento), no mínimo, de seu patrimônio líquido representado por direitos creditórios, podendo a CVM, a seu exclusivo critério, prorrogar esse prazo por igual período, desde que o administrador apresente motivos que justifiquem a prorrogação.

(...)

§8º As aplicações do fundo em warrants e em contratos mercantis de compra e venda de produtos, mercadorias e/ou serviços para entrega ou prestação futura, bem como em títulos ou certificados representativos desses contratos devem, sem prejuízo do atendimento das disposições da Resolução CMN nº 2.801, de 7 de dezembro de 2000, e do disposto no §4º deste artigo, contar com garantia de instituição financeira ou de sociedade seguradora, observada, nesse último caso, regulamentação específica da Superintendência de Seguros Privados - SUSEP, para fins de obtenção do registro automático previsto no §1º do art. 8º desta Instrução.

56. Do mesmo modo, reproduzimos o art. 1º, caput e §1º da ICVM 444, norma que regula os FIDC-NP:

Art. 1º, caput e §1º da ICVM 444

Art. 1º A presente Instrução dispõe sobre a constituição e o funcionamento dos Fundos de Investimento em Direitos Creditórios Não-padronizados - FIDC-NP.

§ 1º Para efeito do disposto nesta Instrução, considera-se Não-Padronizado o FIDC cuja política de investimento permita a realização de aplicações, em quaisquer percentuais de seu patrimônio líquido, em direitos creditórios:

I - que estejam vencidos e pendentes de pagamento quando de sua cessão para o fundo;

II - decorrentes de receitas públicas originárias ou derivadas da União, dos Estados, do Distrito Federal e dos Municípios, bem como de suas autarquias e fundações;

III - que resultem de ações judiciais em curso, constituam seu objeto de litígio, ou tenham sido judicialmente penhorados ou dados em garantia;

IV - cuja constituição ou validade jurídica da cessão para o FIDC seja considerada um fator preponderante de risco;

V - originados de empresas em processo de recuperação judicial ou extrajudicial;

VI - de existência futura e montante desconhecido, desde que emergentes de relações já constituídas; e

VII - de natureza diversa, não enquadráveis no disposto no inciso I do art. 2º da Instrução CVM nº 356, de 17 de dezembro de 2001.

57. Com base nas características descritas na seção I acima deste Ofício Interno, nota-se que a UCS representa na verdade um certificado de preservação ambiental, que pode ser negociado no mercado ou privadamente. Ou seja, entendemos que a UCS não representa um direito de crédito, qualquer que seja, contra um devedor específico ou especificável, mas sim uma "moeda" que o detentor pode utilizar para negociar ou, se aplicável ao caso do detentor da UCS, compensar débitos com entes públicos ou outras compensações, não aplicáveis à realidade do Fundo.

58. Entendemos que não há, por parte do detentor da UCS, o recebimento de nenhum pagamento feito por uma determinada pessoa física ou jurídica, em nenhuma data específica ou que pudesse ser determinada em data futura sob alguma condição superveniente a ser satisfeita. O único recurso que o Fundo, detentor da UCS, pode auferir é resultante da venda da própria UCS para algum terceiro (venda do certificado), o que não se confunde, em nenhuma hipótese, com o recebimento de recursos de um devedor qualquer (o que, aí sim, poderia caracterizar um direito de crédito).

59. Veja-se que, na verdade, a UCS não emerge de qualquer relação jurídica, presente ou mesmo futura, de crédito entre duas partes, consubstanciada seja pela entrega de um produto, a prestação de um serviço, a promessa de um pagamento com juros ou qualquer outra contraprestação cogitável que pudesse embasar uma relação jurídica dessa natureza. Ela se constitui pela mera constatação de uma preservação já ocorrida de uma área nativa por certo tempo determinado. Nesse contexto, parece difícil admitir que a UCS extrapole sua condição de um mero certificado (ainda que possa usufruir de certo valor econômico) e alcance os atributos de um direito creditório propriamente dito.

60. Assim, por não representar um direito de crédito contra algum terceiro para o Fundo, entendemos que a UCS não se enquadra em nenhum tipo de direito

creditório previsto na ICVM 356 ou na ICVM 444, conforme acima transcrito. Vale notar que a UCS não pode ser enquadrada nem mesmo como um “direito creditório de natureza diversa” (art. 1º, § 1º, VII da ICVM 444), pois tal dispositivo normativo, assim como todos os outros, exige a existência subjacente de um direito de crédito que lhe dê fundamento, ainda que a constituir ou dependente da superveniência de certas condições, o que, como se viu, não é o caso da UCS.

61. Desse modo, entendemos que a UCS não pode ser considerada um direito creditório nos termos da ICVM 356 ou da ICVM 444. Além disso, com relação à parcela do patrimônio líquido do FIDC que não está representada por direitos creditórios, a ICVM 356, em seu art. 40, §§ 1º e 2º, traz uma listagem exaustiva de quais tipos de ativos podem compor tal parcela. Vejamos:

Art. 40, §§ 1º e 2º da ICVM 356

Art. 40. Após 90 (noventa) dias do início de suas atividades, o fundo deve ter 50% (cinquenta por cento), no mínimo, de seu patrimônio líquido representado por direitos creditórios, podendo a CVM, a seu exclusivo critério, prorrogar esse prazo por igual período, desde que o administrador apresente motivos que justifiquem a prorrogação.

§1º Observado o disposto no caput deste artigo, o FIDC pode aplicar o remanescente de seu patrimônio líquido em títulos de emissão do Tesouro Nacional, títulos de emissão do Banco Central do Brasil, créditos securitizados pelo Tesouro Nacional, títulos de emissão de estados e municípios, certificados e recibos de depósito bancário e demais títulos, valores mobiliários e ativos financeiros de renda fixa, exceto cotas do Fundo de Desenvolvimento Social (FDS).

§2º É facultado ao fundo, ainda:

I - realizar operações compromissadas;

II - realizar operações em mercados de derivativos, desde que com o objetivo de proteger posições detidas à vista, até o limite dessas.

62. Pelas características da UCS descritas anteriormente, observa-se que não se trata de um ativo de renda fixa, visto que não apresenta nenhum rendimento conhecido previamente, quer seja pré-fixado ou pós-fixado. Dessa forma, entendemos que a UCS também não pode compor a parcela remanescente do patrimônio do FIDC não aplicada em direitos creditórios, pois não se enquadra em nenhum dos ativos listados de maneira exaustiva no art. 40, §§ 1º e 2º da ICVM 356. Em resumo, entendemos que a UCS não pode integrar a carteira de nenhum FIDC ou FIDC-NP, em qualquer percentual do PL do fundo, pois não se trata de direito creditório, e também não está incluída na listagem de outros ativos permitidos pela ICVM 356.

63. Cabe tecer algumas considerações também sobre a CPR - Cédula de Produto Rural, mencionada pelos participantes no contexto da operação das UCS. A CPR, esta sim, representa um direito creditório, pois trata-se de um título de crédito, instituído pela Lei nº 8.929/94, através do qual um produtor rural financia sua produção, prometendo entregar ao detentor do título o produto rural (no caso de CPRs Físicas) ou um valor financeiro (no caso de CPRs Financeiras). Assim, no caso da CPR, o detentor do título é o credor, e o produtor rural é o devedor.

64. Contudo, como descrito pelos participantes da operação, a UCS não é um certificado que representa CPRs, e nem é lastreado ou garantido por CPRs. A UCS é um certificado que representa uma conservação ambiental que já ocorreu. Quando a UCS é emitida, a CPR já se extinguiu, pois a "produção rural" nela prevista já se concretizou. A extinção da CPR é, na verdade, condição para a constituição das UCS. Assim, apesar de o “Certificado de Titularidade” da UCS em nome do Fundo, na seção “Garantias” (doc. SEI 1086740), informar que a UCS é “garantida pelo penhor creditório da Cédula de Produtor Rural - CPR, de conservação de madeira nativa”, tal informação é improcedente, pois as CPRs ali citadas já foram quitadas.

65. Desse modo, pelo fato de a UCS não ser um certificado lastreado por CPRs em aberto, que garantam algum tipo de pagamento para o detentor da UCS, também sob esse aspecto reiteramos nosso entendimento de que a UCS não pode ser caracterizada como um direito creditório, pois não há qualquer direito creditório garantindo o pagamento destas UCS em determinado prazo de vencimento. Cumpre-nos ressaltar, também, que não foi localizada qualquer consulta da Terra, da Monetar, ou da Reag à CVM, anteriormente à aquisição das UCS pelos FIDCs (Jaya FIDC NP e Green FIDC NP), sobre a caracterização ou não desse tipo de ativo como direito creditório.

66. Dando início à análise do recurso do gestor Reag, destacamos primeiramente que, conforme definição de “direito creditório” no art. 2º, inciso I

da ICVM 356, transcrita mais acima, para que determinado ativo seja classificado como direito creditório, ele deve atender a 2 (duas) condições cumulativamente:

- (i) ser um direito ou título representativo de crédito; e
- (ii) ser originário de operações realizadas nos segmentos econômicos listados no próprio dispositivo normativo (segmentos financeiro, comercial, industrial, imobiliário, de prestação de serviço, etc).

67. O art. 2º, inciso I da ICVM 356 classifica ainda como direitos creditórios os warrants, contratos e títulos referidos no §8º do art. 40 da própria Instrução, que são os contratos mercantis de compra e venda de produtos, mercadorias e/ou serviços para entrega ou prestação futura, bem como os títulos ou certificados representativos desses contratos, como também mostra a transcrição anterior.

68. Assim, mesmo considerando a preservação do meio ambiente como um serviço prestado pelo produtor rural à sociedade de maneira geral (em linha com o art. 41 do Novo Código Florestal Brasileiro - Lei nº 12.651/12, citado pelo gestor no início de seu recurso), e a UCS como uma remuneração por tal serviço prestado, isso atenderia somente ao item (ii) acima, já que o ativo seria originário de operação realizada no segmento de prestação de serviços (neste caso, serviços ambientais). Entendemos, contudo, que a UCS ainda assim não atende ao requisito previsto no citado item (i) anterior, pois mais uma vez não representa um direito ou título representativo de crédito, dado que, para o Fundo na qualidade de investidor desse certificado, não há direito a receber pagamento nenhum de terceiros a qualquer título, enquanto detentor da UCS.

69. Da mesma forma, a UCS não se enquadra no art. 40, §8º da ICVM 356, visto não ser um contrato de compra e venda de produto, mercadoria, ou serviço para entrega ou prestação futura, ou um título ou certificado representativo desse contrato.

70. Desse modo, ao contrário do que alega a Reag, entendemos que não há como classificar a UCS como um direito creditório definido no art. 2º, inciso I da ICVM 356 simplesmente pelo fato de esse ativo representar uma contrapartida ao serviço ambiental prestado pelo produtor rural (qual seja, a manutenção de mata virgem em sua propriedade). Ainda, mesmo com relação ao item (ii) acima especificamente, entendemos que a classificação correta do segmento onde se origina a operação seria "prestação de serviços" (serviços ambientais, no caso), e não o segmento "comercial", como descreveu o gestor. De igual forma, acreditamos também ser incorreto classificar a UCS como um ativo oriundo do "setor imobiliário" apenas pelo fato de a preservação ter ocorrido em uma propriedade rural não desmatada, como apontou a Reag.

71. No tocante à ICVM 444, vale enfatizar que esta norma não desmerece a definição de direito creditório presente no art. 2º, inciso I da ICVM 356, mas apenas amplia o rol de direitos creditórios possíveis, permitindo ao FIDC-NP adquirir direitos creditórios com maior risco e características mais diversas, que não são passíveis de aquisição por um FIDC convencional. Contudo, independentemente de haver maior risco ou não, é necessário que o ativo adquirido pelo fundo seja, de fato, um "direito creditório" e possua os atributos mínimos que o qualificam, ou seja, haja um direito devido por um credor contra um devedor como contraprestação a um serviço prestado, produto entregue, recursos emprestados ou outros negócios jurídicos.

72. Assim, apesar de a ICVM 444 permitir a aquisição de direitos creditórios de diversas espécies distintas, isso não significa que qualquer tipo de ativo possa ser considerado um direito creditório. A Reag alega que a UCS poderia ser considerada um direito creditório de natureza diversa (inciso VII do art. 1º, §1º da ICVM 444) pois constituiria um crédito de seu titular, sendo apenas necessário ao titular escolher como vai utilizar a UCS. Contudo, como vimos anteriormente, na verdade a UCS não representa um crédito de seu detentor contra nenhum terceiro. Não há nenhum pagamento a ser feito por nenhum devedor, em nenhuma data, ao titular da UCS. Assim, entendemos que essa caracterização feita pelo gestor não pode ser acatada.

73. De igual modo, a Reag afirma que a UCS poderia ser considerada um direito creditório de existência futura e montante desconhecido (inciso VI do art. 1º, §1º da ICVM 444) pois a forma como será obtido o benefício decorrente da UCS depende de evento futuro, podendo ser, por exemplo, uma alienação para terceiros, auferimento de benefícios fiscais ou compensação de multas ambientais, conforme escolha do detentor da UCS, e que, nesse sentido, o titular da UCS possui uma expectativa de recebimento por deter o ativo. Acreditamos

que tal argumentação do gestor está incorreta.

74. É óbvio que alguém, ao obter determinado ativo, espera receber algum tipo de benefício a partir dele, quer seja no curto, médio, ou longo prazo. Aliás, consoante as normas contábeis, a própria definição de ativo enseja algum tipo de benefício futuro esperado para que possa ser reconhecido na contabilidade. Todavia, isso não significa dizer que tal ativo representará, necessariamente, um direito a um crédito - direito creditório - contra um terceiro.

75. Na aquisição de um direito creditório de existência futura, as condições para que aquele direito venha a existir devem estar presentes no momento inicial da aquisição pelo FIDC, ainda que, por algum risco de performance, por exemplo, tal direito não venha a ser constituído futuramente. No caso, as UCS não correspondem a um contrato que enseje, no momento da sua aquisição pelo Fundo, a expectativa de que venha a dar origem a um direito creditório de existência futura.

76. O direito de crédito presente na UCS, por exemplo, poderia até ser aplicável no caso em que o detentor possa ser considerado um credor de tal ativo, ou seja, possua débitos com entes públicos ou passivos ambientais passíveis de serem compensados com a UCS, o que não é o caso do Fundo.

77. De acordo com o pensamento de Caio Mário da Silva Pereira [1], a "obrigação é o vínculo jurídico em virtude do qual uma pessoa pode exigir de outra a prestação economicamente apreciável". Adicionalmente, cita-se o seguinte excerto do voto do então Presidente Marcelo Trindade, no âmbito do Processo CVM RJ/2004/6913:

Os FIDC são, na forma da Instrução CVM 356/01, condomínios que têm por objeto direitos creditórios. A regulamentação refere-se a direitos creditórios, e não a créditos, porque frequentemente os FIDC formam-se com a finalidade de adquirir créditos futuros, ainda não constituídos. Assim, são captados recursos dos condôminos(cotistas), sendo tais recursos destinados, pelo administrador, ao longo do período de existência do FIDC, à aquisição de créditos que vão sendo constituídos (e quitados) durante aquele período.

Tais créditos futuros, por sua vez, podem representar (e frequentemente representam), quando de sua cessão para o fundo, a contraprestação pela entrega futura de produtos ou serviços. Tais créditos são normalmente denominados de não performados, em oposição àqueles (performados) em que já existe uma obrigação de pagamento por parte do devedor desvinculada de qualquer conduta do credor. A Instrução CVM 356/01 refere-se a tais créditos não performados no § 8º do art. 40, para condicionar a concessão de registro automático de um FIDC pela CVM à existência de garantia de seguro, nesses casos.

78. A questão a saber é qual condição e/ou termo a ser implementado no futuro para gerar a obrigação, no âmbito do qual o credor seria o detentor da UCS. Qual seria a prestação que tal detentor poderia exigir? Com efeito, não existe essa possibilidade, uma vez que a mera expectativa de compra por terceiros de um ativo economicamente apreciável para a extinção de obrigações alheias ao proprietário da UCS não serve de fundamento para atribuir qualquer obrigação futura própria a esse ativo. Não faria mesmo sentido algum defender uma natureza creditícia a esse ativo baseado nos possíveis usos futuros (especulação, liquidação de obrigações, compensação, etc.) que terceiros pretendam dar à UCS após comprá-lo do fundo. Caso contrário, um imóvel poderia ser considerado um direito creditório, por exemplo, uma conclusão incorreta frente à definição jurídica desse ativo.

79. Ademais, vale destacar que, conforme descrito no recurso da Reag (item 53 da petição), o próprio Estado de Goiás registra as UCS em seu ativo (ativo não-circulante intangível), e informa em seu Balanço Geral para o Exercício de 2017 que as UCS gerarão receitas para o Estado por meio de ganhos na sua comercialização junto ao "Tesouro Verde", nome da plataforma eletrônica onde se negociam as UCS.

80. Assim, dado que o próprio ente público mantém UCS em seu ativo, e pretende auferir receitas comercializando tais certificados junto a terceiros, fica pouco claro (embora não seja impossível) que a utilização da UCS por uma pessoa física ou jurídica que a detém efetivamente ocorrerá através de algumas das formas sugeridas pela Reag no recurso, como a obtenção de benefícios fiscais ou a compensação de multas ambientais junto ao ente público. Portanto, embora a utilização da UCS possa se dar, teoricamente, de diversas maneiras distintas, na prática, a principal utilização da UCS por seu detentor parece ser por meio da posterior venda do certificado junto a terceiros, visando auferir algum ganho de

capital.

81. Contudo, mesmo que o benefício obtido pelo detentor da UCS se dê através da venda do ativo a um terceiro com ganho de capital, o que parece ser a hipótese mais provável, ainda assim, isso também não representa nenhuma relação creditícia para o Fundo, visto que, como titular da UCS, ele apenas se desfez do ativo, vendendo-o no mercado. Ou seja, entendemos que as UCS são ativos intangíveis, mas jamais direitos creditórios.

82. Portanto, diferentemente do que afirma o gestor, entendemos que a UCS não pode ser enquadrada nos incisos VI e VII do art. 1º, §1º da ICVM 444 – direitos creditórios de existência futura e montante desconhecido, desde que emergentes de relações já constituídas, e direitos creditórios de natureza diversa – e nem nos demais incisos do art. 1º, §1º da ICVM 444.

83. Com relação à diferença conceitual entre os termos “crédito” e “direito creditório”, assunto apresentado pela Reag referenciando decisões anteriores do Colegiado da CVM, ressaltamos que essa diferenciação não é o objeto da presente discussão, pois tampouco defendemos a descaracterização da UCS como direitos creditórios por entender que seriam créditos (aliás, não são também). Caso a UCS de fato representasse um crédito futuro, ainda não constituído, contra algum devedor, não haveria qualquer problema em considerá-la um direito creditório também, pois ela estaria plenamente abarcada pela ICVM 444. Contudo, não é o que acontece, como se viu, pelas suas características. Assim, as decisões do Colegiado mencionadas pela Reag em seu recurso em nada contribuem para reforçar seu argumento de que a UCS seria um direito creditório.

84. Entendemos, também, que o fato de o Estado de Goiás utilizar, em seu sistema de contabilidade interno, a denominação “direitos creditórios” para se referir às UCS não significa que tais ativos se enquadram à definição de direitos creditórios prevista na ICVM 356 e ICVM 444. Ressaltamos que os Estados da Federação são regidos por normas de contabilidade pública, que são distintas das normas contábeis aplicáveis a fundos de investimentos regulados pela CVM, tais como os FIDCs. Assim, não compete à CVM se manifestar relativamente à forma escolhida pelo Estado de Goiás para designar as UCS em sua contabilidade interna. Todavia, do mesmo modo, a designação adotada para as UCS pelo Estado de Goiás não torna tal ativo um direito creditório elegível pelas normas da CVM, como quer o gestor.

85. Com relação à seção III do recurso da Reag, reproduziremos, primeiramente, o texto do art. 2º, inciso V, alínea “h” da ICVM 555 – que trata do rol de ativos que podem ser considerados “ativos financeiros” pela norma – e também o texto do *caput* e §1º do art. 95 da ICVM 555 – que trata da obrigatoriedade de registro, custódia, ou depósito centralizado de tais ativos financeiros. Vejamos:

Art. 2º, inciso V, alínea “h” da ICVM 555

“Art. 2º Para os efeitos desta Instrução, entende-se por:

(...)

V – ativos financeiros:

(...)

h) warrants, contratos mercantis de compra e venda de produtos, mercadorias ou serviços para entrega ou prestação futura, títulos ou certificados representativos desses contratos e quaisquer outros créditos, títulos, contratos e modalidades operacionais desde que expressamente previstos no regulamento;”

Art. 95, caput e §1º da ICVM 555

“Art. 95. O fundo deve manter seu patrimônio aplicado em ativos financeiros nos termos estabelecidos em seu regulamento, observados os limites de que trata esta Instrução.

§1º Somente podem compor a carteira do fundo ativos financeiros que sejam registrados em sistema de registro, objeto de custódia ou objeto de depósito central, em todos os casos junto a instituições devidamente autorizadas pelo Banco Central do Brasil ou pela CVM para desempenhar referidas atividades, nas suas respectivas áreas de competência.”

86. Assim, mesmo se considerarmos como correta a argumentação do gestor quanto ao enquadramento da UCS na definição de “ativo financeiro” disposta no art. 2º, inciso V, alínea “h” da ICVM 555, classificando tal ativo como um “outro título expressamente previsto no regulamento”, como quer a Reag, ainda assim a UCS não atende ao art. 95, §1º da ICVM 555, pois este ativo não

possui registro, custódia, ou depósito centralizado em instituição autorizada pela CVM ou pelo Bacen. Como o próprio gestor esclarece, a custódia das UCS é realizada pela empresa BMTCA Ativos Ambientais S.A., a qual não é autorizada pela CVM para exercer nenhum tipo de serviço no mercado de capitais, e também não possui nenhum tipo de registro no Bacen.

87. Dessa forma, diferentemente do que alega o gestor ao final da seção III de seu recurso, o fato de a UCS ser emitida no Brasil, ter sua existência garantida pela BMTCA como custodiante, e ter sua negociação realizada na plataforma Blockchain NXT, não serve para demonstrar a possibilidade de serem adquiridas por fundos de investimento regulados pela Instrução CVM 555.

88. Um terceiro escritório de advocacia, representando os administradores Terra e Monetar, enviou e-mail, em 06/11/2020, à GIES/SIN, informando que estava verificando junto à B3 S.A. – Brasil. Bolsa. Balcão (“B3”) a possibilidade de registrar a UCS junto a essa entidade, visando atender ao art. 95, §1º da ICVM 555. Em 25/02/2021, a GSEC-2/SSE questionou o escritório por e-mail se os administradores obtiveram algum posicionamento da B3 sobre a matéria, e a resposta fornecida em 26/02/2021 foi negativa, tendo o escritório informado que entraria em contato com a B3 novamente. Contudo, desde então, não foi fornecida, pelos regulados, nenhuma atualização sobre o tema.

89. Assim, passados mais de 8 (oito) meses desde o e-mail dos administradores em Nov/2020, e 12 (doze) meses desde o envio dos Ofícios 134/20 e 135/20 em Jul/2020, até o momento (Jul/2021) não foi apresentada à CVM nenhuma evidência pelos regulados (administradores e/ou gestor) de que a B3 aceitaria registrar a UCS, de modo que tal ativo pudesse atender aos requisitos impostos pela ICVM 555. Ou seja, fica claro que a UCS permanece não atendendo à exigência imposta pelo art. 95, §1º da ICVM 555.

90. Portanto, entendemos que a conclusão inicialmente exposta nos Ofícios 134/20 e 135/20 quanto a essa questão permanece inalterada, qual seja, que as UCS não podem compor a carteira de fundos multimercado, pois não contam com registro, custódia ou depósito centralizado, na forma exigida pelo art. 95, §1º da ICVM 555.

91. Desse modo, finalizando a análise do recurso da Reag, entendemos que os apontamentos trazidos pelo gestor em seu recurso, quer seja quanto ao enquadramento da UCS como direito creditório, quer seja quanto à aquisição de UCS por fundos ICVM 555, não devem prosperar.

92. Relativamente à análise do recurso dos administradores Terra e Monetar, vale notar, inicialmente, que nem mesmo os administradores e o gestor concordam plenamente sobre o tipo de classificação da UCS como direito creditório: enquanto o gestor, em seu recurso, entendeu que a UCS poderia ser classificada como direito creditório padronizado (art. 2º, inciso I da ICVM 356), direito creditório de existência futura e montante desconhecido (art. 1º, §1º, inciso VI da ICVM 444), e direito creditório de natureza diversa (art. 1º, §1º, inciso VII da ICVM 444), os administradores consideraram a UCS como classificável apenas nesta última hipótese, isto é, direito creditório de natureza diversa.

93. Também devemos observar que a descrição apresentada no recurso dos administradores sobre a destinação das UCS entre os diferentes participantes do Programa Brasil Mata Viva – 1/3 para o produtor, 1/3 para a associação do produtor, e 1/3 para a IMEI – mostra que a UCS está sendo efetivamente utilizada como uma espécie de meio de pagamento dos serviços de conservação ambiental realizados pelos produtores rurais, e dos próprios serviços da IMEI por instituir o Programa Brasil Mata Viva. Isso, a nosso ver, representa mais um elemento que afasta a caracterização da UCS como um direito creditório e aproxima o ativo da natureza econômica de uma espécie de “moeda”.

94. Com relação aos apontamentos dos participantes ao final da seção II e na seção III de seu recurso, destacamos, primeiramente, que não desconsideramos as duas possibilidades adicionais de utilização das UCS descritas pelos participantes, quais sejam, a redução da “pegada de carbono” e a liquidação de obrigações legais (pecuniárias ou ambientais) junto a entes públicos por parte de terceiros. Contudo, a área técnica entende que nenhuma das três possibilidades de utilização da UCS descritas pelos regulados – as duas mencionadas e a de especulação, isto é, ganho de capital com a venda do certificado – transforma a UCS em um direito creditório para seu detentor, principalmente em se tratando do Fundo, impossibilitado ele que estaria de realizar a liquidação de obrigações legais ou a redução de emissões de carbono. São, no mais, circunstâncias que evidenciam sua natureza de ativo negociável e

com valor econômico atribuível, mas em nada colaboram para lhe conferir uma natureza creditícia.

95. No caso da utilização da UCS para liquidação de obrigações legais, como já mencionado aqui, antes da análise do recurso do gestor, acreditamos que não se pode classificar a UCS como um direito creditório, pois o ente público não representa um “devedor” para o detentor da UCS, dado que não possui obrigação de realizar nenhum tipo de pagamento ao detentor do certificado. Assim, o fato de os Estados do Mato Grosso e Amapá terem instituído e regulamentado os Programas “Moeda Verde” e “Tesouro Verde”, respectivamente, permitindo a utilização de títulos e certificados de conservação (como as UCS) para diferentes formas de compensação, conforme destacado pelos administradores em seu recurso, não torna a UCS um direito creditório. O próprio nome “Moeda Verde” parece corroborar o entendimento desta área técnica de que se trata esse ativo de um com características de uma “moeda”.

96. Poder-se-ia questionar também a alegação dos participantes de que as hipóteses de redução de “pegada de carbono” e liquidação de obrigações legais são as “principais” utilizações da UCS, em detrimento da venda do certificado a terceiros. Como vimos antes, se o próprio ente público (no caso, o Estado de Goiás) mantém UCS em seu balanço visando ganho de capital, é de se supor que, talvez, a principal utilização das UCS, na prática, seja realmente a venda dos certificados. De todo modo, dado que todas as utilizações são teoricamente possíveis, entendemos que o aprofundamento dessa discussão específica não seria necessário nem produtivo.

97. Em seguida, discordamos da afirmação dos recorrentes de que “a UCS consubstancia crédito”, e também da equiparação feita por eles entre “crédito” e “direito patrimonial disponível”. Primeiro, como já visto, no caso da UCS, não há nenhum crédito conceitualmente associado a esse ativo, dada a ausência de devedor ou de um pagamento a ser feito ao detentor do certificado ou a qualquer terceiro. E segundo, a UCS pode até caracterizar um direito patrimonial disponível, visto se tratar de um certificado que representa um bem intangível (a preservação ambiental), com a possibilidade de o detentor negociar a UCS livremente com terceiros (isto é, dispor do ativo). Contudo e mais uma vez se repete, isso não significa que esse direito patrimonial disponível representa um direito de crédito. Ou seja, o crédito pode sim ser conceituado como direito patrimonial disponível, como apontam os regulados, mas nem todo direito patrimonial disponível será crédito.

98. Discordamos também da afirmação de que o recebimento de um “valor patrimonial” da UCS caracterizaria o ativo como um “crédito” necessariamente. Caso um detentor de uma UCS viesse a vender o certificado no mercado pelo seu “valor patrimonial” – digamos, o valor de referência calculado pela UNESP (utilizado para precificar o ativo no Fundo) – isso não tornaria a UCS um “crédito”, pois o detentor apenas se desfez do ativo, não nascendo ou remanescendo desse negócio nenhum direito de crédito contra nenhum devedor. Ora, se algo assim qualificasse um ativo como de crédito, até mesmo ações ou cotas de fundos em geral deveriam ser considerados ativos de crédito, pois todos eles possuem um valor patrimonial calculável.

99. Ressalta-se, ademais, que nada garante que a venda do certificado no mercado pelo detentor da UCS seja, de fato, realizada pelo “valor patrimonial” do ativo. Aliás, como descrito pelos próprios administradores, o preço de negociação da UCS toma por base créditos de carbono negociados em mercado de balcão europeu e americano. Isso confere à UCS muito mais uma característica de ativo de renda variável do que uma característica de “crédito”, como desejam a Terra e a Monetar. Ao menos sob essa perspectiva aqui enfrentada do processo de formação do preço do ativo. Assim, essa classificação da UCS como “crédito” contradiz características do ativo descritas pelos próprios administradores, como a base utilizada para formação de seu preço de negociação, por exemplo.

100. Salientamos, também, no que tange ao “direito a prestações propriamente ditas” levantado pelos administradores, que o “direito propriamente dito” pertencente ao detentor da UCS existente no caso da utilização do certificado para liquidação de obrigações junto a entes públicos – por exemplo, o direito do titular da UCS de cancelar uma multa ambiental emitida por ente público mediante a apresentação de UCS em contrapartida – não representará, em regra, um direito *de crédito* do titular da UCS. Assim, não se pode igualar esse eventual direito a uma prestação de caráter mais amplo, associado a uma obrigação de fazer ou não fazer do ente público, a um direito de crédito, que é mais restrito.

101. Dessa forma, entendemos que os argumentos dos administradores

ressaltando que a UCS possui elementos caracterizadores de um direito creditório, à luz da ICVM 356 e 444, não devem prosperar.

102. Quanto à alegada diligência por parte dos administradores na operação, destacada pela Terra e Monetar ao final da seção III de seu recurso, salientamos que essa questão não é objeto do presente Ofício Interno. Como mencionado anteriormente no início deste documento, há análise em curso, neste mesmo processo, sobre eventuais infrações de determinados participantes da operação, inclusive sobre a existência ou não de diligência dos administradores. Assim, não nos deteremos aqui sobre os apontamentos dos participantes referentes a essa matéria específica.

103. Portanto, entendemos que os apontamentos trazidos pelos administradores em seu recurso não permitem demonstrar que a UCS caracteriza um direito creditório, nem mesmo de natureza diversa.

104. Com relação à seção IV do recurso da Terra e Monetar, que trata da qualificação da UCS como ativo financeiro previsto na ICVM 555, e conforme exposto acima na análise do recurso do gestor Reag, reiteramos que, mesmo que se considerasse correto o enquadramento da UCS no art. 2º, inciso V, alínea "h" da ICVM 555, e se considerasse a UCS como assemelhada a um "crédito de carbono amplamente negociado no mercado internacional", como querem os participantes, ainda assim a UCS não atende ao art. 95, §1º da ICVM 555, pois não possui registro, custódia, ou depósito centralizado em instituição autorizada pela CVM ou pelo Bacen.

105. Tampouco, depois de inúmeras conversas e e-mails, os administradores e gestor lograram êxito em atender o disposto no art. 95, §1º, da ICVM 555, o que poderia ensejar a transformação dos FIDC para FIM.

106. Embora a comparação entre as UCS e os produtos relacionados a créditos de carbono negociados na *ICE - Intercontinental Exchange* não seja o objeto principal da discussão em tela, vale salientar que os produtos oferecidos pela ICE nesse sentido representam, basicamente, contratos futuros ou opções sobre contratos futuros - tais como, por exemplo, os/as *California Carbon Allowance Futures, California Carbon Offset Futures, Options on California Carbon Allowance Futures, European Union Aviation Allowances (EUAA) Futures, European Union Carbon Emission Allowances (EUA), e EUA Futures Options* - sendo produtos listados e negociados em bolsas de futuros (como a *ICE Futures U.S.* e *ICE Futures Europe*), características essas que as UCS não possuem. Assim, embora todos sejam produtos visando a não-emissão de carbono e a preservação ambiental de maneira geral, as comparações diretas entre as UCS e esses outros produtos, tais como feitas pelos participantes em seu recurso, devem ser vistas com reserva.

107. Discordamos também da alegação dos administradores que a necessidade de registro das UCS em instituição autorizada pela CVM ou pelo Bacen não constitui impeditivo para que FIMs possam adquirir esse ativo, simplesmente porque "*...não se enxerga impedimento para as UCS serem registradas junto ao Segmento CETIP UTVM da B3.*".

108. A mera possibilidade hipotética de a UCS vir a ser registrada, em algum dia no futuro, no segmento CETIP UTVM da B3 não é suficiente para que o dispositivo normativo da ICVM 555 seja atendido. Para atender à norma, é necessário que o ativo esteja, efetivamente, registrado em uma instituição autorizada pela CVM ou pelo Bacen para exercer as atividades de registro, custódia, ou depósito centralizado, antes de sua aquisição por um FIM. Assim, esta argumentação proposta pelos participantes fere explicitamente o art. 95, §1º da ICVM 555, anteriormente transcrito neste Ofício Interno, e deve ser rejeitada.

109. Portanto, como já dito acima quando da análise do recurso do gestor, entendemos que as UCS não podem fazer parte da carteira de fundos multimercado, pois não possuem registro, custódia ou depósito centralizado, na forma exigida pelo art. 95, §1º da ICVM 555.

110. Dessa forma, finalizando a análise do recurso da Terra e da Monetar, entendemos que os apontamentos trazidos pelos administradores em seu recurso, quer seja quanto ao enquadramento da UCS como direito creditório, quer seja quanto à aquisição de UCS por fundos ICVM 555, não devem prosperar.

111. Com relação ao parecer do segundo advogado, ressalta-se, inicialmente, que boa parte dos argumentos trazidos pelo parecer refere-se ao embasamento legal e normativo que dá origem à UCS, ou seja, que permite sua existência. Contudo, no presente caso, não se está questionando a existência ou não do ativo UCS, mas sim seu enquadramento como direito creditório previsto

nas normas da CVM, permitindo sua aquisição por um FIDC. Assim, não discorreremos aqui sobre o embasamento legal e normativo da UCS.

112. Acreditamos ser importante não nos prendermos à denominação utilizada para designar o ativo (“Crédito de Floresta”), mas sim analisar também e com especial atenção a sua natureza. Como dito acima, o Crédito de Floresta, representado pela UCS, não representa uma expectativa de crédito entre um credor e um devedor, mas sim, um certificado atestando uma preservação ambiental já ocorrida, certificado esse que pode ser vendido no mercado, um ativo intangível.

113. Quanto ao entendimento exposto ao final do parecer desse advogado, qual seja, que a UCS constitui direito creditório de natureza diversa, disposto no art. 1º, §1º, inciso VII da ICVM 444, discordamos dessa conclusão, como já exposto anteriormente, pelo fato de que não há “direito creditório” envolvido. O fato de a UCS poder ser utilizada por terceiros para satisfazer seus débitos ambientais, quer seja via reparação junto ao Poder Público ou não, não confere a ela o status de direito creditório previsto para um FIDC nas normas da CVM.

114. Além disso, o fato de o mercado de capitais ser um ambiente dinâmico não significa que quaisquer ativos podem ser caracterizados como direitos creditórios passíveis de aquisição por FIDCs. Assim, acreditamos que a sugestão do exame da UCS “de forma ampla”, como descrito no parecer, é inadequada e deve ser rejeitada.

115. Quanto à 1ª *legal opinion*, ela já havia sido analisada antes do envio dos Ofícios 134/20 e 135/20 aos administradores dos fundos. Como já destacado em tal análise anteriormente feita, essa 1ª *legal opinion* não informa que a UCS seria um direito creditório. Como resumido ao final da seção II acima deste Ofício Interno, o parecer trata da natureza da UCS, dos requisitos para sua emissão, e da viabilidade de sua negociação junto a terceiros. Ao considerar a UCS como um “security”, o parecer menciona explicitamente que a securitização ocorre sobre um bem intangível, qual seja, a preservação ambiental já constituída e verificada, e não sobre algum tipo de direito creditório, um fluxo de pagamentos, uma relação entre credor e devedor, ou algo assemelhado.

116. Portanto, em nenhum momento essa 1ª *legal opinion* do advogado qualifica a UCS como um direito creditório. Assim, o entendimento da Reag, Terra e Monetar, gestor e administradores do Jaya FIDC NP e do Green FIDC NP, o qual enquadra a UCS como um direito creditório, não encontrava respaldo no próprio parecer de advogado contratado inicialmente pelo gestor.

117. Apenas na 2ª *legal opinion* é que o primeiro advogado afirma que a UCS seria um direito creditório. Contudo, entendemos que mesmo as considerações trazidas por essa 2ª *legal opinion* não permitem caracterizar a UCS como um direito creditório, conforme discorreremos a seguir.

118. Relativamente aos apontamentos da 2ª *legal opinion* destacados pelo gestor e pelos administradores, reproduzidos ao final da seção II anterior, observamos, em primeiro lugar, que o fato de um produtor rural receber a UCS em troca de uma preservação ambiental por ele realizada em sua propriedade não torna a UCS um recebível oriundo de um contrato de prestação de serviço usual, como alega o parecer e como já amplamente explorado neste Of. Interno pelas áreas técnicas.

119. No caso de um contrato de prestação de serviço típico, o prestador de serviço, na qualidade de contratado, emite recebíveis (ex: nota fiscal, duplicata, etc) em face do contratante conforme vai executando o serviço, e posteriormente recebe os pagamentos por esses serviços do contratante, que é o devedor do recebível. No caso da UCS, a IMEI não é uma devedora do produtor rural, mas apenas a empresa emissora desses certificados de preservação ambiental representados pela UCS, após tal preservação ter sido validada pela UNESP. Tampouco a UCS se baseia na relação de negócios estabelecida entre ambos, servindo mais, na verdade e como já dito, apenas como um meio de pagamento desse serviço prestado pela IMEI.

120. Desse modo, entendemos que essa tentativa de igualar a relação entre o produtor rural e a IMEI a um contrato de prestação de serviços típico, classificando a UCS como um suposto direito creditório oriundo desse contrato, é inadequada e não se sustenta.

121. Em segundo lugar, o fato de a UCS ser mencionada na legislação de quatro Estados da federação, conferindo prioridade no “trato econômico” com tais

entes subnacionais, conforme alegado no parecer, não faz dela um “direito de crédito” contra tais Estados. Ademais, ao representar uma securitização de serviços ambientais de conservação, a UCS também não se torna um direito de crédito contra a União, como indica o parecer. Em nenhum dos casos, nos Estados ou na União, os participantes demonstraram que o ente público possui uma obrigação de pagamento qualquer ao detentor da UCS. Até porque, pela natureza do ativo descrita pelos próprios recorrentes, essa obrigação não existe mesmo.

122. Dessa forma, diferentemente do que afirma a 2ª *legal opinion*, o fato de não existir um negócio creditício bilateral e vinculante entre as partes envolvidas, em nosso entender, impede a caracterização da UCS como direito creditório. A UCS não corporifica um crédito perante terceiros, quer sejam particulares ou o Poder Público.

123. De maneira semelhante ao que mencionamos acima quando da análise do parecer do segundo advogado, reforçamos que o fato de os FIDCs-NP terem sido criados para ampliar o rol de direitos creditórios passíveis de aquisição não significa que qualquer tipo de ativo pode ser caracterizado como um direito creditório. Caso viéssemos a realizar uma “interpretação extensiva” do que configura direito creditório, conforme sugerido no parecer, enquadrando nessa classificação ativos que não representam realmente qualquer direito de crédito, isso sim, a nosso ver, é que poderia oferecer insegurança jurídica e imprevisibilidade à regulação desse tipo de veículo, e ao mercado de FIDCs como um todo.

124. Finalmente, destacamos que, ao contrário do que aduz a 2ª *legal opinion*, o art. 1º, §1º, incisos VI e VII da ICVM 444 – créditos de existência futura e montante desconhecido, e créditos de natureza diversa – não se aplicam às UCS. Esses dispositivos pressupõem que o ativo em questão seja, antes de tudo, um direito creditório, o que, como vimos, não é o caso das UCS.

125. Ainda na questão relativa à classificação da UCS como um direito creditório, gostaríamos de trazer dois argumentos adicionais visando enriquecer a discussão. O primeiro faz uma breve comparação com alguns tipos de direitos creditórios específicos adquiridos por FIDCs e FIDCs-NP, mostrando que sempre há um credor original e um devedor do ativo, o que não ocorre com a UCS. O segundo argumento está relacionado ao art. 38, inciso VII da ICVM 356.

126. Quanto ao primeiro argumento, consideremos inicialmente o caso de FIDCs NP cujos direitos creditórios são de existência futura e montante desconhecido (desde que emergentes de relações já constituídas), como por exemplo o FIDC NP CPTM, um dos primeiros FIDCs NP a existir na indústria (em 2007). Nesses casos, há sempre um credor original e um devedor. No exemplo do FIDC NP CPTM, o credor original era a própria empresa (CPTM - Companhia Paulista de Trens Metropolitanos), e os devedores eram os diversos usuários adquirentes da bilhetagem de estações designadas na operação.

127. Da mesma forma, no caso de FIDCs de concessionárias de água e esgoto, ou de distribuição de energia elétrica (ex.: FIDCs Saneago I a IV, FIDC Cedae, FIDC Light), o credor original é a empresa prestadora de serviços públicos, e os devedores são os diversos consumidores do serviço prestado (consumidores residenciais, comerciais, ou industriais), que pagarão mensalmente suas faturas individuais. Assim, quando a empresa cede ao FIDC um fluxo representando parte de seu faturamento, esse fluxo é caracterizado por direitos creditórios, não deixando de existir a figura do credor original, e nem dos devedores, ainda que, aqui, pulverizados e com uma previsão de constituição futura dos créditos.

128. No caso de FIDCs NP que adquirem ações judiciais, o autor da ação será o credor original do ativo, e o réu será o devedor pois, se este vier a perder a disputa, terá que realizar um pagamento ao autor.

129. Como se vê, o ponto comum em todos os casos citados acima é que há, de fato, a figura de um credor original do ativo, e também de um devedor do ativo. No caso das UCS, isso não ocorre, conforme já descrito anteriormente. Essa comparação ajuda a demonstrar que a UCS não se assemelha em nada com outros tipos de direitos creditórios previstos na norma de FIDCs, mesmo aqueles passíveis de aquisição somente por FIDCs NP.

130. No tocante ao argumento relativo ao art. 38, inciso VII da ICVM 356, primeiramente, transcrevemos tal dispositivo normativo, para maior clareza:

Art. 38., inciso VII da ICVM 356

“Art. 38. O custodiante é responsável pelas seguintes atividades:

(...)

VII - cobrar e receber, em nome do fundo, pagamentos, resgate de títulos ou qualquer outra renda relativa aos títulos custodiados, depositando os valores recebidos diretamente em:

a) conta de titularidade do fundo; ou

b) conta especial instituída pelas partes junto a instituições financeiras, sob contrato, destinada a acolher depósitos a serem feitos pelo devedor e ali mantidos em custódia, para liberação após o cumprimento de requisitos especificados e verificados pelo custodiante (escrow account).

(...)”

131. Se, para ser considerado um direito creditório, o ativo não precisa ter nenhum tipo de devedor, como querem os peticionantes, o FIDC não receberá nenhum pagamento pelo ativo integrante de sua carteira. Nessa hipótese, dispositivos como o art. 38, inciso VII da ICVM 356 acima transcrito, por exemplo, poderiam parecer desprovidos de sentido, visto que, como não haveria pagamentos a ser recebidos pelo FIDC, quer seja do devedor do ativo, quer seja via repasse de recurso recebido pelo cedente, não haveria porque exigir que o depósito dos valores ocorresse diretamente em conta de titularidade do fundo, ou em *escrow account* do cedente.

132. O único pagamento que o FIDC receberia com a UCS seria no caso de venda do ativo (certificado) a um terceiro, auferindo um possível ganho de capital. Mas, como já esclarecido anteriormente neste Ofício Interno, isso não se confunde com o pagamento efetuado por um devedor de um ativo.

133. Ou seja, o fato de existir na norma de FIDCs um dispositivo como o art. 38, inciso VII da ICVM 356, o qual foi reforçado pela ICVM 531, indica que a CVM acredita, sim, ser necessária a presença da figura de um devedor no direito creditório adquirido pelo FIDC ou FIDC-NP, e de um fluxo de pagamentos dele esperado como decorrência natural desse fato. Essa constatação ajuda a refutar apontamentos trazidos pelos participantes, já descritos anteriormente neste Ofício Interno, no sentido que um "negócio bilateral" não seria necessário para caracterizar a UCS como direito creditório.

134. Assim, acreditamos que esses dois argumentos adicionais acima reforçam a incorreção na linha de raciocínio trazida pelos peticionantes no presente caso, qual seja, a de adotar uma interpretação "extensiva" para qual tipo de ativo poderia ser caracterizado como um direito creditório, não se exigindo a existência de um devedor na operação. Ou seja, extensivo a ponto de coroar como de crédito um ativo que, de natureza creditícia, nada tem.

135. Desse modo, e finalizando as considerações das áreas técnicas, entendemos, em resumo, que todos os apontamentos trazidos pela Reag, Terra e Monetar em seus recursos, bem como nos pareceres jurídicos apresentados por esses participantes como anexos aos recursos, não permitiram alterar as conclusões anteriores desta área técnica. Consequentemente, mantemos nosso posicionamento anterior, qual seja:

(i) a UCS não corresponde a um "direito creditório", e também não está enquadrada no rol de ativos previstos no art. 40, §§ 1º e 2º da ICVM 356. Assim, a UCS não é um ativo passível de aquisição por FIDCs, sejam padronizados ou não-padronizados;

(ii) a UCS também não pode ser adquirida por fundos ICVM 555, incluindo fundos multimercado, visto que não foi objeto de registro, custódia ou depósito centralizado em instituição autorizada pelo Bacen ou pela CVM, conforme exigido para os ativos financeiros nos termos do art. 95, §1º, da ICVM 555; e

(iii) dessa forma, os fundos Jaya FIDC NP e Green FIDC NP estão operando de forma irregular e devem ser encerrados, não havendo a possibilidade de serem transformados em fundos multimercado, ou qualquer outra categoria de fundo prevista na ICVM 555.

136. Além disso, a SSE submeteu consulta à PFE - Procuradoria Federal Especializada junto à CVM em 09/04/2021, nos termos do Ofício Interno nº 3/2021/CVM/SSE/GSEC-2 (1234518), solicitando manifestação de tal componente sobre (i) o enquadramento da UCS como direito creditório, à luz da ICVM nº 356/01 e ICVM nº 444/06; e (ii) a possibilidade de a UCS integrar uma carteira de fundo de investimento regulado pela ICVM 555, à luz do disposto no art. 95, § 1º, do mencionado dispositivo.

137. Conforme Parecer nº 00030/2021/GJU - 2/PFE-CVM/PGF/AGU datado em 03/05/2021, referendado pelo Despacho n. 00080/2021/GJU - 2/PFE-CVM/PGF/AGU de 20/05/2021 e pelo Despacho n. 00210/2021/PFE - CVM/PFE-

CVM/PGF/AGU de 29/06/2021 (1295749), a PFE concluiu, quanto ao item (i), que a UCS não pode ser enquadrada como direito creditório. Destacamos a conclusão do parecer nesse sentido:

Parecer nº 00030/2021/GJU - 2/PFE-CVM/PGF/AGU

28. Assim, muito respeitosamente, discordamos dos ilustres advogados e, respondendo ao primeiro questionamento da r. SSE, não é possível o enquadramento da UCS como direito creditório, na forma da ICVM nº 356/01 e da ICVM nº 444/06 e da legislação mencionada neste parecer.

138. Transcrevemos, a seguir, trechos relevantes do parecer da PFE que reafirmam o entendimento da área técnica:

22. A faculdade de pagamento de multas ambientais com uso de tais títulos (UCS's) e, ainda, a sua contabilização como custo ou despesa com Projeto de Sustentabilidade, dedutível da base de cálculo do imposto de renda e contribuições sociais, criam um mercado, que confere liquidez às UCS's, permitindo que seus titulares obtenham, com a alienação, efetiva retribuição monetária pela preservação das áreas de proteção.

23. Assim, a monetização do valor de face de uma UCS's não advém do cumprimento do dever de entregar dinheiro por parte de um devedor determinado ou determinável, mas sim de sua circulação. Isto é, de sua alienação, no mais das vezes, para agentes econômicos, que desenvolvam projetos não sustentáveis. Tanto é assim, que, os três objetivos indicados pela Reag para aquisição dos títulos, foram: a) aquisição para posterior revenda (Doc. SEI CVM nº 1086741 e 1086743); b) alienação das cotas do próprio FIDC a terceiros, que, assim, seriam detentores indiretos das UCS BMV (Doc. SEI CVM nº); c) exercício pelo FIDC de opção de compra dessas UCS contra os seus proprietários originais.

24. Como se vê, todos os objetivos estão relacionados à circulação dos títulos. Não há referência à cobrança do valor inscrito no título, junto a um credor definido ou definível. E isso não seria mesmo possível. A UCS não confere tal direito ao titular. Não cria um dever de pagamento, não encerra, enfim, um direito creditório. O adquirente a toma voluntariamente, se isso lhe atender o interesse.

(...)

27. Nota-se, que a diferença entre os títulos que podem ser adquiridos por FIDC (Instrução CVM nº 356) e aqueles que podem integrar um FIDC Não padronizados (INCVM 444), é, tão somente, o maior risco de recuperabilidade do crédito. Muito embora o rol de títulos admitidos por esse último artigo não seja taxativo e os FIDC's sejam importantes veículos de investimento, capazes de aumentar a liquidez do mercado de crédito, não se pode conferir interpretação tão extensiva, que leve à admissão de ativos, que nem sequer representam direito emergente de uma relação de crédito. Admiti-lo seria uma violação indireta ao regulamento e ao próprio princípio da transparência, haja vista que os cotistas não estariam adequadamente informados acerca dos investimentos realizados e do tipo de risco que estão correndo.

139. Quanto ao item (ii), a PFE concluiu que a UCS pode ser considerada ativo financeiro nos termos do art. 2º, inciso V, alínea "h" da ICVM 555 desde que conste expressamente no regulamento do fundo e desde que o art. 95, §1º da ICVM 555 seja atendido. Transcrevemos:

Parecer nº 00030/2021/GJU - 2/PFE-CVM/PGF/AGU

32. Assim, as UCS's podem ser enquadradas como título financeiro para fins de aquisição por fundos multimercado, mas, para tanto, precisam estar inscritas no regulamento ou os cotistas precisam aprovar sua modificação.

(...)

34. Quanto à essa exigência, a r. SSE esclarece que as UCS's não possuem registro, custódia, ou depósito centralizado em instituição autorizada pela CVM ou pelo Banco Central. Ademais, o próprio gestor esclarece, que a custódia das UCS's é realizada pela empresa BMTC A Ativos Ambientais S.A., a qual não é autorizada pela CVM para exercer nenhum tipo de serviço no mercado de capitais, e também não possui registro no Bacen.

35. No entanto, se as UCS's forem previstas no regulamento e registradas, na forma do artigo 95, §1º, podem ser admitidas como ativos financeiros adquiridos por fundo de investimento multimercado.

140. Como descrito anteriormente neste Ofício Interno, e conforme salientado pela PFE no trecho transcrito acima do parecer, atualmente a UCS não atende ao art. 95, §1º da ICVM 555, pois não possui registro, custódia, ou depósito centralizado em instituição autorizada pela CVM ou pelo Banco Central. Assim, a UCS não pode ser considerada um ativo financeiro que possa integrar a carteira

de um fundo ICVM 555.

141. Ou seja, como se vê, a manifestação da PFE em seu parecer jurídico vai na mesma linha do posicionamento da SIN e da GSEC-2/SSE anteriormente exposto.

142. Finalmente, cumpre-nos destacar que a SRE - Superintendência de Registro de Valores Mobiliários analisou, no processo 19957.001152/2018-96, denúncia apresentada à CVM em 24/01/2018 por Nadjanara Xavier Braga Lechner, em nome do Sindicato dos Trabalhadores no Serviço Público do Estado de Goiás - Sindipúblico, referente às UCS e sua plataforma de oferta e transação. Em tal processo, a SRE concluiu, com base em decisões anteriores do Colegiado, que a UCS não representa valor mobiliário. Transcrevemos:

DA ANÁLISE

(...) Não há qualquer dúvida, portanto, de que os "Créditos de Floresta", medidos através de "Unidades de Crédito de Sustentabilidade - UCS", são créditos de carbono conceituados pelo inciso XXVII, do art. 3º, da Lei Federal nº 12.651/2012.

Em relação à caracterização de créditos de carbono como valores mobiliários, o Colegiado da CVM já se manifestou em duas decisões sobre o assunto.

Na *Decisão* de *07.07.2009*
(http://www.cvm.gov.br/decisoes/2009/20090707_R1/20090707_D07.html),
o Colegiado da CVM decidiu:

"Após amplo debate, o Colegiado concluiu, com base no voto do Diretor Otavio Yazbek, que os créditos de carbono não são valores mobiliários, mas sim meros ativos cuja comercialização pode ocorrer para o cumprimento de metas de redução de emissão de carbono ou com o objetivo de investimento.

O Colegiado manifestou ainda entendimento de que seria inconveniente caracterizar os créditos de carbono como valores mobiliários por meio da edição de lei, tendo em vista que, ante a estrutura atual de emissão desses instrumentos, o regime jurídico a que estão submetidos os valores mobiliários seria desnecessário.

O Colegiado também discutiu as características de alguns produtos derivados de créditos de carbono, que a depender de suas características poderão ser considerados valores mobiliários. A análise de cada um desses produtos derivados de créditos de carbono será feita caso a caso pela CVM."

Na *decisão* de *10.08.2018*
(http://www.cvm.gov.br/decisoes/2010/20100810_R1/20100810_D05.html),
o Colegiado da CVM decidiu:

"O art. 9º da Lei 12.187/09 não tornou os créditos de carbono (as Reduções Certificadas de Emissões) valores mobiliários, permanecendo válidos os pressupostos e as conclusões da decisão de Colegiado prolatada em 07.07.09".

DA CONCLUSÃO

Como: a) os Créditos de Floresta divulgados pelos sítios <http://www.plataformatesouroverde.com.br/home> e <http://www.brasilmataviva.com.br/> são claramente créditos de carbono, não se tratando de produtos derivados de crédito de carbono; e b) o Colegiado da CVM já se manifestou que créditos de carbono não são valores mobiliários; sugiro que o processo seja encaminhado para a SOI com a informação de que a denúncia não trata de assunto sob a jurisdição da CVM.

V) DA CONCLUSÃO

143. Conforme exposto acima, e concluindo a análise, a SIN e a SSE sugerem que o Colegiado desta CVM corrobore o seu entendimento, de forma a que:

- a) a UCS não seja considerada como um direito creditório, nos termos da ICVM 356 e 444;
- b) a UCS não seja considerada um ativo financeiro passível de aquisição por fundos ICVM 555 enquanto não atendido o disposto no art. 95, parágrafo 1, da ICVM 555; e
- c) os FIDC Jaya e Green Efficiency, detentores exclusivamente de UCS, sejam encerrados, em prazo a ser estabelecido pela área técnica, devendo o administrador providenciar o encerramento de acordo com o previsto em seus Regulamentos.

144. Por fim, propomos que a relatoria do presente caso seja conduzida pela SSE/GSEC-2, com o apoio da SIN.

Atenciosamente,

Luís Felipe Marques Lobianco
Gerente de Supervisão de Securitização 2 (GSEC-2)

Ao SGE,
De acordo com o posicionamento da GSEC-2 acima exposto.

Bruno de Freitas Gomes
Superintendente de Supervisão de Securitização (SSE)

Daniel Walter Maeda Bernardo
Superintendente de Supervisão de Investidores Institucionais (SIN)



Documento assinado eletronicamente por **Daniel Walter Maeda Bernardo, Superintendente**, em 12/08/2021, às 00:56, com fundamento no art. 6º do Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015.



Documento assinado eletronicamente por **Bruno de Freitas Gomes Condeixa Rodrigues, Superintendente**, em 12/08/2021, às 10:45, com fundamento no art. 6º do Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015.



Documento assinado eletronicamente por **Luis Lobianco, Gerente**, em 12/08/2021, às 10:54, com fundamento no art. 6º 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, informando o código verificador **1320941** e o código CRC **6F25F26B**.
*This document's authenticity can be verified by accessing https://sei.cvm.gov.br/conferir_autenticidade, and typing the "Código Verificador" **1320941** and the "Código CRC" **6F25F26B**.*