



**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 34/2021/CVM/SRE/GER-1

Rio de Janeiro, 31 de agosto de 2021.

Ao Superintendente de Registro de Valores Mobiliários (SRE) e Superintendente de Supervisão de Securitização (SSE)

**Assunto: Recurso contra entendimento da GER-1/SRE - oferta pública de distribuição de CRA das 1ª e 2ª séries da 93ª emissão da Eco Securitizadora de Direitos Creditórios do Agronegócio S.A.**

Senhor Superintendente,

1. Trata-se de recurso protocolado na CVM em 11/08/2021 ("Recurso", doc. 1323195), em face da exigência 3.8.24 comunicada primeiramente por meio do Ofício-Conjunto nº 204/2021-CVM/SRE/SEP (doc. 1277574), de 02/06/2021, e reiterada por meio do Ofício nº 396/2021/CVM/SRE/GER-1 (doc. 1298846), de 06/07/2021, tudo no âmbito da análise do pedido de registro da oferta pública de distribuição ("Oferta") de CRA das 1ª e 2ª séries da 93ª emissão da Eco Securitizadora de Direitos Creditórios do Agronegócio S.A. ("Emissora").

2. O Recurso foi protocolado com pedido de *"suspensão temporária da análise das demais exigências constantes do Ofício até que referidos Esclarecimentos Intermediários sejam analisados e decididos por esta D. CVM (inclusive, se for o caso, com manifestação do Colegiado da CVM), atribuindo-se o prazo adicional para o cumprimento das demais exigências após a sua resolução definitiva"*. Sobre esse tema, tendo em vista que o mérito a ser enfrentando no presente caso tem impacto sobre toda a documentação da Oferta, recebemos o Recurso com efeito suspensivo, nos termos do inciso V da Deliberação CVM nº 463/03, de modo que a análise do pedido de registro da Oferta foi suspensa a partir de 11/08/2021, devendo ser retomada após a deliberação do Colegiado da CVM sobre o tema.

## **I. PRINCIPAIS CARACTERÍSTICAS DA OFERTA**

3. Dito isso, antes de entrarmos efetivamente no assunto objeto do Recurso, a fim de contextualizar melhor a discussão, entendemos ser necessário apresentar as principais características da Oferta, as quais elencamos abaixo, nos

termos em que estão expostas na última versão do Prospecto protocolada na CVM:

3.1. O volume total da Oferta é de até R\$ 1,06 bilhões, a ser alocado em cada uma de suas duas séries de acordo com o resultado de procedimento de coleta de intenções de investimento, no sistema de vasos comunicantes;

3.2. A Oferta conta com garantia firme de colocação para o seu volume total prestada pelo BTG Pactual S.A. ("Coordenador Líder") e pelo BB Banco de Investimento S.A.;

3.3. A 1ª série terá prazo de 10 anos e a 2ª série de 15 anos, sendo que ambas terão remuneração de *IPCA+Spread* a ser definido em procedimento de *Bookbuilding*, contarão com pagamento de juros semestrais e amortização nos últimos 2 anos de sua vigência;

3.4. O lastro dos CRA será composto por 2 CDCA de emissão da Vamos Logística S.A. ("Devedora"), que é companhia aberta, cada um deles sendo vinculado a uma série de CRA a ser emitida, com características como prazo, remuneração e pagamento de juros e amortização similares às dos CRA;

3.5. Os CDCA serão vinculados a direitos creditórios do agronegócio constituídos por 85 *"contratos de prestação de serviços celebrados entre a Devedora e seus clientes (devedores) pessoas jurídicas caracterizadas como produtores rurais nos termos artigo 23, parágrafo 1º, da Lei 11.076, os quais têm por objeto a locação de máquinas, veículos e equipamentos pesados, com ou sem condutor, celebrados com produtores rurais, ou cooperativas de produtores rurais, para serem exclusivamente utilizados para a execução das atividades agrícolas destes"*. Tais contratos *"têm prazo, no geral, de até 60 meses e saldo, em 15 de junho de 2021, superior ao Valor Total da Emissão, com remuneração e juros compatíveis com o mercado"*;

3.6. *"Não serão constituídas garantias específicas, reais ou pessoais, sobre os CRA ou os CDCA. Os CRA não contarão com garantia flutuante da Emissora, razão pela qual qualquer bem ou direito integrante de seu patrimônio, que não componha os Patrimônios Separados, não será utilizado para satisfazer as obrigações decorrentes da Emissão. Os CDCA contam com a garantia de penhor sobre os direitos principais e acessórios, atuais ou futuros, referentes aos Direitos Creditórios do Agronegócio Lastro dos CDCA, de titularidade da Devedora, e estão a ele vinculados, inclusive seus aditamentos, multas, acréscimos, garantias, direitos ou opções, constituído pela Devedora em favor da Emissora (ou qualquer terceiro a quem seja endossado, cedido ou transferido o CDCA), nos termos do artigo 32 da Lei 11.076, por meio do CDCA, em garantia das obrigações garantidas definidas no CDCA e no Termo de Securitização"*;

3.7. *"Os CRA serão depositados para (i) distribuição no mercado primário, por meio do MDA; e (ii) negociação no mercado secundário, por meio do CETIP21, ambos administrados e operacionalizados pela B3, sendo a liquidação financeira e a custódia eletrônica dos CRA realizada por meio da B3."*

## **II. BREVE HISTÓRICO**

4. Após analisarmos a documentação encaminhada junto ao primeiro protocolo, realizado em 05/05/2021, comunicamos as primeiras exigências quanto ao pleito de registro da Oferta por meio do Ofício-Conjunto nº 204/2021-CVM/SRE/SEP, encaminhado em 02/06/2021, do qual constou a exigência 3.8.24, nos seguintes termos:

*"3.8.24. Comprovar, no âmbito dos CDCA, a plena observância ao art. 42 da Lei 11.076, ou seja, demonstrar que os direitos creditórios vinculados a cada CDCA contêm a mesma previsão para a variação de seu valor nominal;"*

5. A partir do recebimento de tal Ofício, houve troca de e-mails com os assessores jurídicos da Oferta a respeito de algumas exigências dele constantes, incluindo a exigência 3.8.24 (doc.1326733). Por meio de tais e-mails, foi apresentado o entendimento dos "Estruturadores da Oferta" (Coordenador Líder, Emissora, Devedora e seus assessores jurídicos) a respeito da correta aplicação do referido dispositivo legal ao caso concreto, tendo sido realizada, após essa troca de e-mails, reunião virtual para que pudessem apresentar a esta área técnica seus argumentos. O entendimento em questão foi apresentado de maneira mais estruturada em um dos e-mails encaminhados, cuja parte que se aplica ao presente caso transcrevemos abaixo:

***"Variação do Valor Nominal.** Quanto à questão da variação do valor nominal, estamos falando de uma emissão com contratos lastro pulverizados, cada um com uma data de celebração e diferentes datas de vencimento e de atualização, o que por si só geraria algum descasamento. Esse descasamento é natural, dado que, apesar de os recebíveis dos contratos estarem vinculados ao CDCA, não há casamento de fluxo direto entre os pagamentos advindos da performance ordinária dos contratos e o fluxo de pagamento dos CDCA.*

*Para equalizar o valor do lastro com o valor da emissão, os documentos da Oferta preveem mecanismos de reforço e complementação e/ou substituição, que permitem que o valor do lastro seja ajustado periodicamente. Se não fosse dessa maneira, seria impraticável estruturar operações com lastro pulverizado. Tendo em vista, ainda, que do ponto de vista econômico é praticamente impossível lastrear a operação em apenas um contrato que tenha volume, data de vencimento e atualização perfeitamente casadas com os CRA, essa interpretação do artigo 42 da Lei 11.076 geraria enorme prejuízo ao mercado de securitização de recebíveis do agronegócio e tornaria impraticável a realização de uma enorme variedade de ofertas.*

*Adicionalmente, vale destacar ser comum que em ofertas de CRA já registradas os contratos lastro sejam ajustadas por um índice exclusivamente inflacionário (IGPM, IPCA, etc) e a remuneração dos CRA seja baseada em uma taxa de juros como a Taxa DI. Um exemplo disso é novamente a oferta envolvendo a Unidas Agro, que tinha estrutura semelhante à da oferta ora pretendida, mas era remunerada pela Taxa DI. A Taxa DI também contém um componente inflacionário, que naquele caso também divergia do índice de atualização dos contratos de lastro. Ali, tal qual pretendemos fazer aqui, a emissora se socorre a um mecanismo de reforço e*

*complementação e/ou substituição que permite ajustar o lastro ao longo da vida da operação e assim equalizar eventuais descasamentos. Portanto, interpretação diversa do artigo 42 da Lei 11.076 não teria razoabilidade econômica e imporiam uma enorme limitação ao mercado na distribuição desse tipo de produto financeiro, devendo ser empregado ao caso ora em análise o mesmo racional que já foi aplicado no passado a operações remuneradas pela Taxa DI (ou qualquer outra taxa de juros flutuante), que geram o mesmo efeito.*

*Por fim, ressaltamos que em nossa visão, o valor nominal descrito pelo artigo 42 da Lei 11.076 se refere a uma comparação entre o valor do lastro e o valor do CDCA e CRA, o que está atendido em nossa estrutura. As correções inflacionárias ou de ajustes de preço no tempo que estejam previstas em cada um dos contratos lastro, portanto, não resultam em variação do valor nominal, e qualquer descasamento, por qualquer motivo, serão endereçados pelos mecanismos de reforço e complementação e/ou substituição."*

6. Em 22/06/2021, após a troca de e-mails supra e a realização da citada reunião virtual, foi então protocolada formalmente resposta ao Ofício-Conjunto nº 204/2021-CVM/SRE/SEP (doc. 1291315), que, com relação à exigência 3.8.24, apresentou os seguintes esclarecimentos: *"Em cumprimento a essa exigência, conforme comunicações anteriores com V.Sas., restou esclarecido que apenas os CRA e os CDCA precisarão contar com a mesma forma de atualização de seu valor nominal, requisitos esses que já estão plenamente atendidos na documentação ora apresentada."*

7. Em 06/07/2021, após efetivamente analisarmos os argumentos apresentados por e-mail, na reunião virtual e na resposta formal à exigência em questão, reiteramos, por meio do Ofício nº 396/2021/CVM/SRE/GER-1, a exigência 3.8.24, nos seguintes termos:

*"3.8.24. No que tange à resposta apresentada em face da presente exigência, a despeito dos argumentos apresentados em reunião realizada conosco, que posteriormente foram formalizados por e-mail em 15/06/2021, em resposta por nós enviada em 16/06/2021, esclarecemos que analisaríamos "os ajustes citados, bem como a questão dos mecanismos de reforço e complementação e/ou substituição ao longo do atendimento de exigências".*

*Nesse sentido, após efetuada tal análise, entendemos que os requisitos previstos nos arts. 28 ['O valor do CDCA e da LCA não poderá exceder o valor total dos direitos creditórios do agronegócio a eles vinculados'] e 42 ['O CDCA, a LCA e o CRA poderão conter cláusula expressa de variação do seu valor nominal, desde que seja a mesma dos direitos creditórios a eles vinculados'] da Lei 11.076 só estariam atendidos conjuntamente no presente caso se os mecanismos de reforço e complementação e/ou substituição dos créditos lastro dos CDCA forem acionados em periodicidade no mínimo equivalente àquela prevista para a atualização do valor nominal dos CDCA e forem capazes de reforçar ou complementar tais créditos de modo que o valor nominal deles se mantenha maior ou igual ao valor nominal atualizado dos CDCA ao longo do tempo.*

*Nesse sentido, solicitamos que nos comprovem a plena*

*observância ao entendimento supra, efetuando os ajustes que se fizerem necessários na documentação da Oferta para que tal entendimento seja de fato observado".*

8. Como será visto na sequência, ao apresentarmos o inteiro teor do Recurso, o tema objeto do presente caso é a necessidade ou não, face à legislação aplicável, de se manter, durante toda a vigência dos CDCA, direitos creditórios do agronegócio a eles vinculados em montante ao menos igual ao valor nominal atualizado dos CDCA.

### **III. RECURSO**

9. Os Estruturadores da Oferta apresentaram o Recurso nos seguintes termos:

#### **"1. CONTEXTO, VAMOS E O AGRONEGÓCIO**

##### **1.1. Contexto**

1.1.1. A Vamos é a empresa líder no setor de locação de caminhões, máquinas e equipamentos do Brasil, sendo que parte fundamental do seu negócio visa atender a indústria do agronegócio nacional. É exatamente no contexto dessa importante indústria que a operação aqui tratada se insere. Muito se discutiu no âmbito técnico a natureza da presente estrutura; ou seja, se por "origem" ou "destino" e quão inovadora é tal solução. Todavia, de fato, estamos aqui tratando de uma estrutura de securitização já utilizada<sup>[1]</sup> e que tem se demonstrado bastante bem-sucedida, tanto para os respectivos investidores, quanto para a Devedora e seus clientes no agronegócio. Além disso, embora o texto legal, a partir de uma análise fria e isolada, apresente seus desafios (os quais, obviamente, vamos tratar e resolver neste pedido), importante desde já ressaltar que estamos tratando de uma operação lógica, legítima e com fundamento econômico robusto. Discussões desta natureza (*i.e.*, lógica e substância econômica *versus* literalidade da norma) não são novidade no mercado. Reconhecendo a complexidade da cadeia agroindustrial (uma indústria em constante e rápida evolução) e, por consequência, das formas de financiamento que a indústria necessita, essa I. CVM teve a oportunidade de analisar diversas estruturas de operações de securitização envolvendo títulos do agronegócio que não eram necessariamente óbvias, mas que foram acertadamente acolhidas por essa D. Comissão, no melhor interesse dos investidores brasileiros e da Lei 11.076. Temos a segurança de estarmos em um caso dessa natureza.

##### **1.2. Vamos**

1.2.1. Empresa líder no setor de locação de caminhões, máquinas e equipamentos de longo prazo, a Vamos opera nesse segmento há mais de 20 anos por meio de sua antiga controladora, JSL S.A., e tem no agronegócio o principal foco de sua carteira de clientes. A partir de seus contratos de longo prazo, que, em sua maioria, têm 5 anos ou mais de vigência, a Devedora garante a seus clientes produtores rurais os meios para que possam direcionar capital e energia àquilo que melhor fazem, gerando diversos benefícios, como: (i) melhor alocação de capital; (ii) foco em suas atividades principais; (iii) eliminação do processo de compra e venda dos ativos e do risco do valor residual; (iv) melhor controle de gestão, manutenção e

administração da frota; (v) garantia de disponibilidade, possibilitando redução da frota; (vi) conhecer o real custo para o seu negócio; e (vii) economia em custos operacionais.

1.2.2. Visando ampliar a expansão no agronegócio, em 31 de dezembro de 2017, a Devedora concluiu a aquisição da totalidade do capital social da Borgato Máquinas S.A., empresa especializada nas demandas do segmento agroindustrial. Nesse contexto, em dezembro de 2020, a Devedora iniciou as atividades de concessionária da marca FENDT, fabricante alemã de tratores e máquinas agrícolas, mundialmente reconhecida em tecnologia para o universo do agronegócio, com a finalidade de se consolidar no segmento.

1.2.3. A Devedora contava, em 2020, com uma frota de 15.128 ativos locados, representando um crescimento de 21% em relação aos 13.244 ativos em 31 de dezembro de 2019 e 48% em relação aos 10.862 ativos de 2018. Neste sentido, é crucial que se tenha em mente que a Devedora é empresa líder no setor de locação de caminhões, máquinas e equipamentos do Brasil, sendo que em 31 de dezembro de 2020, 34% da sua receita bruta contratada era decorrente de seus serviços prestados diretamente para o setor do agronegócio. Indiretamente, esse valor já expressivo é ainda maior, já que muitos dos clientes de logística da Devedora também atuam no agronegócio.

1.2.4. O ciclo de negócios da Devedora é suportado por um modelo que envolve aquisição de caminhões, equipamentos e máquinas, sendo grande parte do valor de aquisição financiado, e receitas de longo prazo (média de cinco anos), decorrentes dos contratos de locação celebrados pela Devedora e seus clientes, gerando alta previsibilidade de fluxo de caixa para a Devedora. Esse modelo de negócios é integrado de forma que a Devedora possua um posicionamento diferenciado, com controle sobre todo o ciclo do seu negócio.

1.2.5. Parte fundamental do *capex* da Devedora é destinado à compra e manutenção de caminhões e máquinas que são e serão locados ao setor do agronegócio, sendo a Devedora, portanto, parte central do planejamento operacional e financeiro de dezenas de produtores rurais no País, que, desta forma, podem dedicar seus esforços e recursos ao seu *core business*, operando de forma mais eficiente, com balanços mais eficientes e melhor estrutura de capital.

1.2.6. Por prestar este serviço essencial aos produtores rurais e ter com eles contratos de longo prazo, a Devedora tem em sua carteira recebíveis provenientes desta relação simbiótica com o campo.

### **1.3. Desenvolvimento do Agronegócio**

1.3.1. As informações constantes deste item nos dão uma clara noção da importância da atuação da Vamos para o agronegócio, bem como do benefício que a Devedora traz - e pode continuar trazendo - para o setor. A capacidade de atuação da Devedora em todo o território nacional a coloca em uma posição estratégica e intimamente ligada a um dos pilares do agronegócio, que é a comercialização.

1.3.2. Não sem motivo, desde a primeira emissão de Certificados de

Recebíveis do Agronegócio lastreados em instrumentos de dívida (sejam Certificados de Direitos Creditórios do Agronegócio ou Debêntures) da Devedora ou de seu grupo econômico, a Devedora e outras empresas do seu grupo já viabilizaram ofertas públicas vinculadas ao agronegócio em valores expressivos. Ou seja, é um player recorrente e bem conhecido dos investidores.

1.3.3. Fica evidente, portanto, que a Devedora, juntamente com as demais empresas do seu grupo econômico, é um dos principais players do financiamento do agronegócio no País. E isso só tem sido possível em razão da utilização dos contratos com seus clientes – tais como os Contratos de Prestação de Serviço – de forma adequada à realidade do setor.

## 2. ESTRUTURA PRETENDIDA

### 2.1. Estrutura da Securitização

2.1.1. Como dito acima, os Coordenadores, a Emissora e a Devedora optaram por propor uma estrutura de securitização já utilizada.

2.1.2. Os CRA objeto da Oferta serão lastreados em Certificados de Direitos Creditórios do Agronegócio (CDCA) a serem emitidos pela Devedora, os quais, por sua vez, estarão vinculados aos Contratos de Prestação de Serviços, que têm por objeto a locação de máquinas, veículos e equipamentos pesados, com ou sem condutor, celebrados com produtores rurais, ou cooperativa de produtores rurais, para serem exclusivamente utilizados para a execução de atividades agrícolas.

2.1.3. A operação possui uma estrutura usual e pode ser resumida em um fluxograma da seguinte forma (“Operação”):



### 2.2. Direitos Creditórios vinculados aos CDCA

2.2.1. O CDCA I vencerá em 2031 e o CDCA II vencerá em 2036. Os Contratos de Prestação de Serviço terão prazo de vencimento inferior ao prazo de vencimento dos CDCA. [2]

2.2.2. O Valor Nominal Unitário ou saldo do Valor Nominal Unitário dos CDCA, conforme o caso, será atualizado monetariamente, a partir da primeira Data de Integralização, pela variação acumulada do Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (“IPCA”). Os Contratos de Prestação de Serviço são, em sua maioria, corrigidos monetariamente pelo IGP-M.

### 2.3. Ofício de Vícios Sanáveis - Aderência à Lei 11.076

2.3.1. Diante da estrutura acima, essa I. Comissão se manifestou no seguinte sentido: “entendemos que os requisitos previstos nos arts. 28 e 42 da Lei 11.076 só estariam atendidos conjuntamente no

presente caso se os mecanismos de reforço e complementação e/ou substituição dos créditos lastro dos CDCA forem acionados em periodicidade no mínimo equivalente àquela prevista para a atualização do valor nominal dos CDCA e forem capazes de reforçar ou complementar tais créditos de modo que o valor nominal deles se mantenha maior ou igual ao valor nominal atualizado dos CDCA ao longo do tempo.”

2.3.2. Em face da manifestação acima, a discussão que se coloca é sobre: (i) o momento em que o CDCA deve ter valor igual ou inferior ao valor do seu lastro, em decorrência da previsão do artigo 28 da Lei 11.076; e (ii) a possível diferença entre a cláusula de variação do valor de face dos Contratos de Prestação de Serviços e a cláusula de variação do valor nominal dos CDCA poderia representar um conflito com o art. 42 da Lei 11.076.

### **3. DA APLICAÇÃO E INTERPRETAÇÃO DA LEI 11.076**

3.1.1. Os títulos do agronegócio, como o CRA e o CDCA, assim como os títulos imobiliários previstos na Lei 9.514, como os Certificados de Recebíveis Imobiliários (“CRI”), se inserem dentro dos títulos de crédito setoriais criados com o objetivo de aumentar a oferta de crédito para o mercado do agronegócio e imobiliário respectivamente.

3.1.2. Especialmente em relação aos títulos do agronegócio não custa lembrar o objetivo do legislador quando da edição da Lei 11.076, nos termos do trecho transcrito abaixo do Parecer do Sr. Deputado Moacir Micheletto (relator do projeto de conversão da Medida Provisória 221/2004 e que resultou na edição da 11.076), feito em anexo à Mensagem 651, de 2004 (integralmente aprovado pelo Congresso Nacional resultando na edição da Lei 11.076) (o “Parecer Exposição de Motivos Lei 11.076”):

*“O setor agropecuário tem sido um dos grandes pilares de nossa economia. Sucessivos recordes na produção e na exploração de grãos e de carnes são exemplos da expressiva contribuição desse segmento para o crescimento econômico do País bem como para a busca de estabilidade e melhoria das contas públicas. Entretanto, paralelamente ao dinamismo econômico experimentado pelas atividades rurais nos últimos anos, avolumaram-se, no período, sinais de esgotamento de seu modelo de financiamento. Os instrumentos legais vigentes até a edição da Medida Provisória de 2004 – especialmente aqueles relacionados aos mecanismos de comercialização da produção agropecuária e ao uso desses produtos como lastro para a obtenção de crédito junto a outros setores da sociedade – não tem sido capazes de direcionar para o segmento no volume e com a agilidade adequados, os recursos necessários ao financiamento de suas atividades. A evolução dos custos de produção, a utilização de tecnologias avançadas e a incorporação de novas áreas ao processo produtivo, agravadas pela estagnação das principais fontes de recursos que irrigam o Sistema Nacional de Crédito Rural (SNCR), têm contribuído para que o momento de crédito disponibilizado por aquele Sistema, em cada ano-safra, não acompanhe a evolução*



da demanda por crédito vinda dos produtores rurais e de suas cooperativas. Atualmente, o SNCR atende somente cerca de 30% das necessidades de crédito do setor agropecuário, o que tem obrigado os produtores rurais a buscarem mecanismos alternativos de financiamento de sua produção fora do sistema financeiro, via de regra às empresas de insumos, de comercialização (“traders”), de processamento ou de máquinas e implementos agrícolas. Esses financiamentos têm sido operacionalizados, basicamente, por meio da Cédula de Produto Rural (CPR), instituída pela Lei nº 8.929, de 22 de agosto de 1994, que se constitui no instrumento pelo qual os produtores rurais podem levantar os recursos complementares ao desenvolvimento de suas atividades, de duas formas: (a) vendendo a sua produção, para entrega futura, a compradores que tenham interesse no recebimento do produto adquirido, fazendo uso da modalidade de CPR denominada física; (b) adquirindo insumos, máquinas e implementos de fornecedores mediante a emissão de uma outra modalidade de CPR, está com cláusula de liquidação financeira. Esta CPR financeira também é utilizada pelos produtores rurais para levantarem empréstimos junto a outros agentes do mercado que não tenham interesse em receber produto. Com isso, quer seja por meio das agroindústrias processadoras, empresas exportadoras de produtos agrícolas, empresas de insumos e defensivos, revendedores de máquinas e implementos, quer seja por intermédio dos bancos que operam o SNCR, foi criada uma ponte entre os produtos rurais e suas cooperativas e esses agentes do mercado, estabelecendo um elo comercial integrado e eficiente na cadeia produtiva do agronegócio.

**Por outro lado, esses agentes que operam diretamente com o setor rural são obrigados a manter em carteira os ativos oriundos dessa relação, bancando uma operação de financiamento quase sempre desvinculada de seus objetivos estatutários, enquanto que o mercado de capitais continua afastado do agronegócio, principal âncora da balança comercial brasileira. Faz-se necessário, por conseguinte, viabilizar o acesso ao mercado de capitais a esses agentes que, por meio de financiamentos formais ou informais, complementam as necessidades de recursos do setor rural, possibilitando-lhes monetizar os seus ativos em recebíveis e ampliar a oferta de recursos para os produtores rurais. Assim, as inovações que ora propomos têm por objetivo instituir três novos títulos de crédito para o segmento do agronegócio brasileiro, com a finalidade de viabilizar o aporte de recursos do mercado de capitais, em especial dos fundos de investimento, observando que: (I) o Certificado de Direitos Creditórios do Agronegócio será emitido pelas cooperativas de produtores rurais e outras pessoas jurídicas que exerçam a atividade de comercialização, beneficiamento ou**

**industrialização de produtos e insumos agropecuários ou de máquinas e implementos utilizados na produção agropecuária; II - A Letra de Crédito do Agronegócio (LCA), será emitida pelas instituições financeiras públicas e privadas; III - o Certificado de Recebíveis do Agronegócio (CRA), que será de emissão exclusiva das companhias securitizadora de direitos creditórios do agronegócio.** *Tratam-se de títulos de crédito nominativos de livre negociação representativos de promessa de pagamento em dinheiro e que terão como lastro direitos creditórios originários de negócios realizados entre produtores rurais e suas cooperativas e agentes da cadeia produtiva do agronegócio, podendo ser negociados em Bolsa de Valores e de Mercadorias e Futuros e em mercados de balcão organizados autorizados a funcionar pela Comissão de Valores Mobiliários.*" (grifos nossos)

3.1.3. Como pode ser observado acima, o objetivo da Lei 11.076 é o de ampliar a oferta de crédito (por meio do acesso ao mercado de capitais) para empresas que mantenham relação com produtores rurais, viabilizando uma "ponte" entre o mercado de capitais e os produtores rurais. Isso pode ser facilmente identificado pela leitura de outro trecho do próprio Parecer Exposição de Motivos Lei 11.076:

*"Tais títulos - que doravante também poderão estar lastreados em Cédulas de Crédito Rural, Duplicatas e Notas Promissórias Rurais, contratos e nos futuros Certificados de Depósitos Agropecuários (CDA) e Warrant Agropecuário (WA) - representarão outro significado elo na cadeia produtiva do agronegócio **constituindo-se na porta de entrada do segmento de mercado de capitais, quando certamente viabilizarão, por meio do fluxo de recursos e do incremento da concorrência, uma desejável e necessária queda dos juros praticados na ponta com o produtor rural**"* (grifos nossos)

3.1.4. A importância da delimitação do objetivo de determinada lei é de fundamental importância no processo de sua interpretação. Conforme dispõe o artigo 5º da Lei de Introdução às Normas do Direito Brasileiro ("Lei de Introdução"), na aplicação da lei deve-se atentar aos fins sociais a que ela se dirige e às exigências do bem comum, conforme dispositivo transcrito abaixo:

*"Art. 5º Na aplicação da lei, o juiz atenderá aos fins sociais a que ela se dirige e às exigências do bem comum."*

3.1.5. A esse respeito cabe lembrar as lições de Carlos Maximiliano exposto a seguir<sup>[3]</sup>:

*"Considera-se o Direito como uma ciência primariamente normativa ou finalística: por isso mesmo a sua interpretação há de ser, na sua essência teleológica. **O hermeneuta sempre terá em vista o fim da lei, o resultado que a mesma precisa atingir em sua atuação prática.** A norma enfeixa um conjunto de providências, protetoras, julgadas necessárias para satisfazer a certas exigências econômicas e sociais; **será***

**interpretada de modo que melhor corresponda àquela finalidade e assegure plenamente a tutela de interesse para a qual foi regida.**” (grifos nossos)

3.1.6. Ou seja, com base na Lei de Introdução e na melhor doutrina relacionada à aplicação e interpretação das normas, a interpretação da Lei 11.076 deve se atentar ao fato de que essa legislação foi criada para viabilizar o acesso ao crédito (oriundo do mercado de capitais) para as empresas do agronegócio, considerando a importância de sua atuação para a economia brasileira. Logo, deve-se considerar os aspectos práticos oriundos do mercado de capitais, a estrutura do produto ofertado e a sua razoabilidade, bem como a lógica operacional das empresas atuantes do agronegócio no que se refere ao seu relacionamento com os seus clientes, nesses casos, os produtores rurais.

3.1.7. Do contrário, estaria se criando uma limitação, direta ou indireta, à possibilidade de financiamento de longo prazo no agronegócio, o que não estaria no melhor interesse do setor industrial mais importante do Brasil, ao mesmo tempo em que limitaria a existência de um mercado primário e secundário líquido e eficiente de Certificados de Recebíveis do Agronegócio aos investidores e privaria a Vamos de trazer eficiência para sua estrutura de capital, possibilitando a transferência desta eficiência para seus clientes produtores rurais, que têm acesso a caminhões e máquinas cada vez mais modernos e eficientes e com custos cada vez menores, reforçando assim o objetivo do legislador.

#### **4. EVOLUÇÃO JURISPRUDENCIAL E NORMATIVA NA CVM**

4.1.1. A interpretação de dispositivos da Lei 11.076, bem como da Lei 9.514 pela CVM, tem sido feita, acertadamente, considerando os objetivos de cada legislação.

4.1.2. Uma das primeiras decisões do D. Colegiado da CVM que levou em consideração os objetivos da Lei 11.076 se deu no âmbito do Processo CVM n.º RJ 2013/8860, admitindo que houvesse um mecanismo de revolvência diretamente no lastro do CRA, em um contexto em que se discutia se tal possibilidade não confrontaria a Lei 11.076 (sobretudo seu art. 40), conforme trechos extraídos do voto do ex-Diretor da CVM Otavio Yazbek: *“Parece-me, com efeito, que, ante o quadro descrito, a interpretação da PFE corresponderia a uma extensão do formalismo aplicável aos títulos de crédito a um instrumento que, embora naturalmente ligado ao título em questão, com ele não se confunde. E isso equivaleria, em última instância, a estender a aplicação de regras mais restritivas, que decorrem daquele formalismo, a instrumentos que, talvez, devam poder se beneficiar de maior flexibilidade. **E essa flexibilidade, é importante destacar, não decorre de uma postura teórica, mas é de todo coerente com as necessidades que levaram à criação dos novos instrumentos financeiros**”*<sup>[4]</sup>

4.1.3. Adicionalmente, uma das estruturas de maior impacto para o agronegócio foi acolhida pela CVM em 2016 no âmbito do Processo CVM nº 19957.001669/2016-13, quando essa I. Comissão, sem que houvesse uma previsão clara neste sentido para os Certificados de Recebíveis do Agronegócio (CRA), admitiu uma oferta em que estes títulos foram lastreados em debêntures emitidas por companhia não integrante do setor agro (*Burger King*), sob o argumento de que o

lastro seria enquadrado aos preceitos da Lei 11.076 pelo fato de que os recursos captados por tais debêntures seriam destinados ao agronegócio.

4.1.4. Os casos mencionados acima possuem elementos em comum que são bastante úteis para a análise da presente Operação, sendo os principais deles o fato de que a CVM foi demandada a reagir a uma lacuna ou contradição legislativa e decidiu por seguir no caminho que melhor atendesse à finalidade da legislação, o interesse dos investidores e do mercado em geral, de maneira condizente com a realidade e peculiaridades de um setor tão complexo e importante quanto o agronegócio.

4.1.5. A propósito, este conceito poderia ser resumido pelas palavras do Ex-Diretor da CVM, Pablo Renteria, ao se manifestar em relação ao que ficou conhecido como o “CRA Burger King”: *“trata-se, ademais, de interpretação sistemática e funcionalmente alinhada aos fins perseguidos pelo referido diploma legal, uma vez que viabiliza a colocação pública de certificados de recebíveis do agronegócio que visa sustentar e impulsionar a produção rural”*. Alinha-se também a esse entendimento o voto do ex-presidente da CVM Leonardo Porciuncula Gomes Pereira no mesmo caso: *“Esse entendimento está em linha com a Exposição de Motivos da Lei 11.076 que, a meu ver, teve por objetivo esclarecer o contexto de criação da regra e destacar as necessidades do setor do agronegócio.”*

4.1.6. Além disso, a CVM já considerou no passado, para outras operações, que a aplicação dos normativos deveria considerar a realidade prática das operações. Por exemplo, cabe destacar o disposto no item 2.4.4. do Ofício Circular nº 1/2021-CVM/SRE, em que se reconhece a possibilidade de emissão de lastros de CRA e de CRI diretamente em favor das companhias securitizadoras, conforme exposto abaixo:

*“A respeito, vale ressaltar que a Instrução CVM nº 600/2018 passou a admitir a hipótese de subscrição direta pelas securitizadoras dos créditos que compõem o lastro, notadamente por meio do § 6º do art. 3º. A introdução de tal dispositivo teve por objetivo atender a um pleito das companhias securitizadoras no sentido de simplificar a estruturação do produto e diminuir o custo de observância. Deste modo pode-se interpretar que as normas de ofertas públicas de CRAs e CRIs passaram a prever a excepcionalidade de estruturação da operação de securitização sem o ato de cessão dos créditos que compõe o lastro dos certificados. **Em tais casos, a previsão contida tanto na Instrução CVM nº 414/2004 como na Lei nº 9.514, de 1997, a respeito da identificação do ato de cessão, pode ser interpretada de modo que sua aplicação ocorra quando a cessão for ato integrante da operação de securitização**” (grifos nossos)*

4.1.7. Hoje resta claro que todas as decisões da CVM mencionadas acima, por mais desafiadoras que tenham sido, foram absolutamente acertadas. A maior evidência disso está no fato de que as demandas feitas no contexto daqueles casos concretos, com

todas as suas peculiaridades, tornaram-se as regras que regem as ofertas de Certificados de Recebíveis do Agronegócio, com a edição da Instrução CVM 600.

## **5. CONTRATOS DE PRESTAÇÃO DE SERVIÇOS**

5.1.1. Pretende-se vincular à operação em tela diversos contratos de prestação de serviços celebrados entre a Devedora e seus clientes (devedores) pessoas jurídicas caracterizadas como produtores rurais nos termos do artigo 23, parágrafo 1º, da Lei 11.076, os quais têm por objeto a locação de máquinas, veículos e equipamentos pesados, com ou sem condutor, celebrados com produtores rurais, ou cooperativas de produtores rurais, para serem exclusivamente utilizados para a execução das atividades agrícolas destes.

5.1.2. A verificação da caracterização das contrapartes da Devedora nos Contratos de Prestação de Serviços como produtores rurais, ou cooperativa de produtores rurais, nos termos do artigo 165 da Instrução Normativa da Receita Federal do Brasil nº 971, de 13 de novembro de 2009, e da Lei 11.076, é feita conforme Classificação Nacional de Atividades Econômicas - CNAE primária ou secundária de produtor rural e/ou objeto social constante de seus respectivos documentos societários.

5.1.3. Esses Contratos de Prestação de Serviços inserem-se na cadeia do agronegócio na fase de comercialização dos Direitos Creditórios do Agronegócio Lastro dos CDCA, tendo em vista que (i) a Devedora insere-se na atividade de (a) locação de máquinas, veículos e equipamentos pesados, com ou sem condutor; e (b) prestação dos serviços de gerenciamento, gestão e manutenção de frota (preventiva e corretiva); (ii) nos termos do artigo 3º, parágrafo 4º, inciso I, da Instrução CVM 600, os Direitos Creditórios Lastro dos CDCA já estão devidamente constituídos, válidos e eficazes, e têm como clientes (devedores) pessoas jurídicas caracterizadas como produtores rurais, independentemente da destinação dos recursos a ser dada pelo cliente (devedor) ou pela Devedora, enquadrando-se, portanto, no previsto no artigo 23, parágrafo 1º, da Lei 11.076.

5.1.4. Ocorre que destas diversas relações com produtores rurais, advêm diversos fluxos de pagamento e arranjos de correção monetária diversos, alinhados de forma individualizada com cada produtor, razão pela qual a operação proposta coloca-se como a estrutura mais adequada a não só corroborar a inserção da Vamos na cadeia produtiva do agronegócio, como também oferece, de outro lado, flexibilidade para o produtor rural, que não se vê obrigado a fluxos de pagamento e correção padronizados, respeitando suas realidades individuais.

5.1.5. Fica claro que não há como, quando se está lidando com uma pluralidade complexa de relações creditícias, imaginar que seria razoável manter o alinhamento pleno, linear, entre as taxas de desconto praticadas nos CDCA e nos Contratos de Prestação de Serviços, nem tampouco manter um perfeito alinhamento dos momentos de correção dos Contratos de Prestação de Serviços (sejam entre si ou com o CDCA), haja vista que cada um deles parte de datas diferentes e observam periodicidades de correção também diferentes. Para se manter esse pleno alinhamento, seria necessário ignorar a realidade da variedade das relações creditícias originais. E, com isso -- é forçoso reconhecer -- a sistemática criada para os

mecanismos de securitização do agronegócio deixaria de cumprir a sua real finalidade: seria afastada uma possibilidade de financiamento, que é não apenas legítima, como também absolutamente coerente com o escopo da norma, em razão de uma incoerência com uma premissa do texto legal que, evidentemente, não faz sentido no contexto das operações que queiram se valer da estrutura da presente Oferta.

5.1.6. Os Contratos de Prestação de Serviços têm prazo, no geral, de 60 meses com remuneração, correção monetária e juros compatíveis com o mercado e saldo, quando do pedido de registro da Oferta, superior ao Valor Total da Emissão. É dizer: naquele momento, há equivalência entre o valor presente das parcelas vincendas dos CDCA e dos Contratos de Prestação de Serviços.

5.1.6.1. Estes valores presentes (dos CDCA e dos Contratos de Prestação de Serviços) são aferidos utilizando-se taxas de desconto distintas, uma vez que o risco de crédito dos clientes da Vamos é, evidentemente, diferente do risco de crédito da própria Vamos. Da mesma forma, os fluxos de pagamentos dos CDCA e dos Contratos de Prestação de Serviços também são diferentes, pois ambos são estabelecidos em respeito à realidade na qual estão inseridos.

5.1.6.2. Em outras palavras, o que se está dizendo é que, em sendo (i) as taxas de desconto para cálculo do valor presente (ou seja, seu saldo) dos CDCA e dos Contratos de Prestação de Serviços no momento da emissão dos CDCA diferentes, e (ii) a periodicidade de pagamentos no âmbito dos CDCA e dos Contratos de Prestação de Serviços diversa, é natural que tais saldos (dos CDCA e dos Contratos de Prestação de Serviços) não sejam equivalentes durante toda a vigência dos CDCA.

5.1.6.3. Isso, todavia, a nosso ver, não significa ou impõe qualquer problema jurídico ou econômico para a estrutura pretendida ou risco adicional ao investidor. Pelo contrário, trata-se de uma constatação factual perfeitamente natural e passível de tratamento diante das possibilidades oferecidas na lei em questão como iremos melhor discutir a seguir.

## **6. NATUREZA JURÍDICA DO CDCA: TÍTULO DE CRÉDITO**

6.1.1. Nos termos do art. 24 da Lei 11.076, o “Certificado de Direitos Creditórios do Agronegócio - CDCA é título de crédito nominativo, de livre negociação, representativo de promessa de pagamento em dinheiro e constitui título executivo extrajudicial.” e como tal, representa o instrumento necessário ao exercício do direito literal e autônomo nele contido contra o seu emissor.

6.1.2. Como é próprio dos títulos de crédito, a Emissão do Certificado de Direitos Creditórios do Agronegócio (CDCA) requer a observância de diversos requisitos, sendo o mais específico deles o da legitimidade, pois o CDCA é de emissão exclusiva de cooperativas agropecuárias e de outras pessoas jurídicas que exerçam a atividade de comercialização, beneficiamento ou industrialização de produtos, insumos, máquinas e implementos agrícolas, pecuários, florestais, aquícolas e extrativos.

6.1.3. Dada a flexibilidade trazida pela Lei 11.076 em relação às pessoas que podem emitir o CDCA, a lei trouxe também um segundo elemento, visando garantir que tal emitente possua vinculação direta

com o agronegócio (e, mais especificamente, com produtores rurais), qual seja: requer o vínculo do CDCA a direitos creditórios originários de negócios realizados entre produtores rurais, ou suas cooperativas, e terceiros relacionados com a comercialização, beneficiamento ou industrialização de produtos, insumos, máquinas e implementos agrícolas, pecuários, florestais, aquícolas e extrativos (art. 23, §1º, da Lei 11.076), sobre os quais se constitui penhor legal nos termos da referida Lei. O CDCA, por sua vez, é utilizado como lastro de Certificados de Recebíveis do Agronegócio (CRA).

6.1.4. A principal implicação da natureza descrita acima é o fato de que a obrigação de pagar consubstanciada no CDCA não é afetada pela existência ou suficiência dos créditos do agronegócio inicialmente vinculados ao título e, na mesma linha, não existe obrigação legal para que os recursos advindos do pagamento dos créditos do agronegócio a ele vinculados sejam utilizados na amortização do CDCA.

6.1.5. A propósito, diferentemente de um CRA, em que a insuficiência de seu lastro tem como resultado a impossibilidade de pagamento, pela Securitizadora, do valor a que o credor faz jus em razão de sua titularidade dos CRA, a inexistência ou qualquer forma de insuficiência dos Contratos de Prestação de Serviço vinculados ao CDCA não prejudicará de nenhuma forma a necessidade de pagamento do CDCA pela Vamos e tampouco o direito de a Securitizadora cobrar integralmente o saldo devedor contra o emitente.

6.1.6. Em suma, tratar o CDCA como instrumento de securitização, com fluxos perfeitamente alinhados, não nos parece apenas uma interpretação limitada da norma, mas também uma fuga de sua função teleológica e social mais cara, qual seja, a de reduzir o custo de capital ao produtor rural por meio da contrapartida da segurança jurídica e creditícia conferida pela estrutura em discussão.

## **7. INTELIGÊNCIA DOS ARTIGOS 28 E 42 DA LEI 11.076**

### **7.1. Aspecto temporal da vinculação de direitos creditórios ao CDCA (Artigo 28)**

#### *Hermenêutica*

7.1.1. O art. 28 da Lei 11.076 determina que o valor do CDCA não pode exceder o valor total dos créditos do agronegócio a eles vinculados<sup>[5]</sup>. Contudo, esta disposição legal não estabelece o momento desta verificação. Coloca-se então a questão sobre se este é um requisito a ser observado de forma permanente ao longo da vida do CDCA ou se esta verificação deveria se dar somente no momento da emissão do CDCA, demonstrando o vínculo direto com o agronegócio.

7.1.2. A análise desta questão deve levar em conta a natureza jurídica do CDCA, conforme amplamente exposto no item 6 acima. Ou seja, precisamos ter em mente que o CDCA é um título de crédito autônomo e que sua exigibilidade contra seu emissor não é condicionada à existência ou performance dos créditos do agronegócio a ele relacionados.

7.1.3. O art. 28 da Lei 11.076 não pode ser interpretado de forma desconexa com a evolução legislativa do Direito Privado, tal qual a

Lei nº 13.874, de 20 de setembro de 2019, que nos indica que “Interpretam-se em favor da liberdade econômica, da boa-fé e do respeito aos contratos, aos investimentos e à propriedade todas as normas de ordenação pública sobre atividades econômicas privadas.” (art. 2º).

7.1.4. A interpretação acima está alinhada com a melhor doutrina, que nos ensina a analisar disposições legais como a do art. 28 em questão:

**“[...] Quando o texto dispõe de modo amplo, sem limitações evidentes, é dever do intérprete aplicá-lo a todos os casos particulares que se possam enquadrar na hipótese geral prevista explicitamente; não tente distinguir entre as circunstâncias da questão e as outras; cumpra a norma tal qual e, sem acrescentar condições novas, nem dispensar nenhuma das expressas.”**[\[6\]](#)

7.1.5. Logo, é imperioso assumir que a melhor interpretação do art. 28 deve considerar tanto: (a) o tipo de emissor e a lógica operacional das suas atividades; e (b) o objetivo da Lei 11.076, já mencionado anteriormente.

#### Finalidade do CDCA

7.1.6. Conforme mencionado acima, a lei é bastante ampla em relação à legitimidade do emitente do CDCA, qual seja, qualquer cooperativa agropecuária e quaisquer outras pessoas jurídicas que exerçam a atividade de comercialização, beneficiamento ou industrialização de produtos, insumos, máquinas e implementos agrícolas, pecuários, florestais, aquícolas e extrativos. Nesse contexto, cabe ressaltar que o emitente de um CDCA é mais diretamente ligado ao produtor rural do que um emitente de LCA ou de CRA, por exemplo. Em alguns casos, a sua sobrevivência depende da manutenção de uma **relação comercial estável**, não apenas com um produtor, mas com uma multiplicidade deles. Por conta disso, o emissor do CDCA deve considerar suas múltiplas relações comerciais[\[7\]](#).

7.1.7. Neste sentido, deve-se lembrar a definição do CDCA e o racional existente na vinculação, criada pela Lei, de direitos creditórios a uma emissão de CDCA. Inicialmente, como já exposto, ressalta-se que o CDCA é um título de crédito representativo da promessa de pagamento em dinheiro que não é condicionada ao adimplemento dos direitos creditórios vinculados. Ou seja, apesar de ser um título causal, o CDCA não admite que o emissor alegue o não pagamento do direito creditório como forma de se escusar ao adimplemento do título. Se nada mais fosse dito em relação às características desse título poder-se-ia compará-lo a uma emissão de debênture pela qual a companhia emissora também assume uma obrigação de pagamento de forma incondicionada.

7.1.8. Qual a lógica, então, da norma em comento? Ainda que a obrigação de pagamento do CDCA não dependa do adimplemento do lastro, a necessidade de vinculação de direitos creditórios a esse título se justifica pela intenção do legislador de beneficiar os produtores rurais, conforme exposto no Parecer Exposição de Motivos que idealizou a “ponte” entre o produtor rural e o mercado



de capitais e, lateralmente, assegurar o adimplemento do título por meio do penhor instituído pelo art. 32 da Lei 11.076.

7.1.9. É por este motivo que a Lei 11.076 trouxe para o (a) emitente do CDCA a necessidade de vincular a sua emissão a direitos creditórios originários de negócios realizados entre produtores rurais, ou suas cooperativas, e terceiros, garantindo, assim, uma vinculação direta entre o emitente do CDCA e o produtor rural; e (b) para o Credor do CDCA, direito de penhor sobre os direitos creditórios a eles vinculados.

7.1.10. No presente caso, como o objetivo principal da norma é beneficiar o produtor rural e o risco de crédito associado aos CDCA é aquele da Vamos, não da multiplicidade de produtores rurais com quem mantém relações comerciais, a nosso ver, bastaria verificar a observância da obrigação de que o CDCA tenha valor igual ou inferior ao valor dos direitos creditórios do agronegócio vinculados apenas na data de emissão.

7.1.11. O racional nesse tipo de operação é que, na data de emissão, o valor do CDCA será o montante do benefício a ser atribuído ao produtor rural (ou grosseiramente falando o valor da “ponte”). Se, posteriormente à emissão do CDCA, o valor dos direitos creditórios ficar abaixo do valor do CDCA não deveria ser exigido o eventual complemento por parte do emissor do CDCA, tendo em vista que o risco de crédito dessa emissão se baseia na capacidade de pagamento do próprio emitente do CDCA, no caso, a Vamos.

7.1.12. Por outro lado, a interpretação de que haveria a necessidade de completar o valor dos direitos creditórios, após a data da emissão, oneraria em demasia o emissor do CDCA, gerando, inclusive, riscos de vencimento antecipados do título, o que poderia causar prejuízos irreversíveis ao emissor do CDCA<sup>[8]</sup> e frustrar o horizonte de investimento dos próprios investidores diretos ou indiretos desse título. Além disso, agregaria em toda emissão de CDCA um risco de pré-pagamento por conta da necessidade de adição de novos lastros, sem que tenha ocorrido qualquer alteração na capacidade de pagamento do emissor do CDCA.

7.1.13. É dizer: após a emissão dos CDCAs, em atendimento a todos os requisitos da Lei 11.076 (inclusive em relação a seu art. 28), a continuidade da existência, suficiência e/ou performance dos créditos do agronegócio vinculados ao CDCA durante toda a sua vigência torna-se dispensável, uma vez que é naquele momento em que (i) obrigação de pagamento da Vamos frente à Securitizadora foi constituída e a (ii) vinculação do emitente aos produtores rurais foi verificada, atendendo assim a finalidade da Lei 11.076.

#### Construção do CDCA no âmbito da Operação

7.1.14. É neste sentido que, na presente estrutura, foi estabelecida disposição para garantir que o valor dos direitos creditórios do CDCA seja igual ou superior ao valor do CDCA, considerando o valor do CDCA na sua data de emissão.

7.1.15. Assim, de acordo com os instrumentos da Operação, na ocorrência de um Evento de Reforço e Complementação decorrente da Redução dos Direitos Creditórios do Agronegócio Lastro dos CDCA, a Devedora deverá: (i) realizar a Recomposição dos Direitos Creditórios do Agronegócio Lastro dos CDCA nos termos da Cláusula

8.5 dos CDCA, a ser formalizada no prazo de até 180 (cento e oitenta) dias contados do evento que causou a Redução dos Direitos Creditórios do Agronegócio Lastro dos CDCA e, conseqüentemente, o Evento de Reforço e Complementação; ou (ii) caso não seja observado o prazo previsto no item (i), acima, em até 30 (trinta) dias contados do decurso do prazo previsto no item (i), acima, realizar o pagamento antecipado parcial dos CDCA, na respectiva proporção do saldo devedor de cada CDCA e de modo que o Valor dos Direitos Creditórios permaneça maior ou igual à somatória do saldo do valor nominal do CDCA I e ao saldo do valor nominal do CDCA II, todos apurados após o pagamento antecipado parcial dos CDCA na forma prevista nos CDCA.

7.1.16. Para fins do mecanismo de recomposição dos Direitos Creditórios do Agronegócio Lastro dos CDCA mencionado acima, entende-se por “Redução dos Direitos Creditórios do Agronegócio Lastro dos CDCA” a redução dos valores e/ou prazos dos Direitos Creditórios do Agronegócio Lastro dos CDCA decorrente, cumulativamente, de: (a) rescisão, extinção ou alteração dos Contratos de Prestação de Serviços; e (b) redução do Valor dos Direitos Creditórios do Agronegócio Lastro dos CDCA para valor total inferior à somatória do valor nominal do CDCA I e do valor nominal do CDCA II, ou seus respectivos saldos, conforme o caso.

7.1.17. Com isso, criou-se a obrigação de a Devedora comprovar a prestação do serviço ao produtor rural ao valor que captou em decorrência da emissão dos CDCAs, ou melhor dizendo, comprovar que o benefício atribuído ao produtor rural (protagonista da Lei 11.076) foi no mesmo valor obtido quando da emissão dos CDCAs. Nos CDCAs, inclusive, há disposição de que a Devedora deve semestralmente comprovar que as premissas quando da emissão dos CDCAs continuam atendidas, quais sejam, de que o valor dos direitos creditórios dos Contratos de Prestação de Serviço estão sendo performados até o limite do valor dos CDCAs quando da emissão do título.

## **7.2. Obrigatoriedade de Utilização do Mesmo Índice de Correção Monetária (Artigo 42)**

7.2.1. O art. 42 da Lei 11.076 determina que “O CDCA, a LCA e o CRA poderão conter cláusula expressa de variação do seu valor nominal, desde que seja a mesma dos direitos creditórios a eles vinculados”.

7.2.2. No entanto, como será exposto abaixo, a nosso ver, esse artigo não deve ser interpretado literalmente ou de forma a limitar operações lógicas, legítimas e com fundamento econômico. Aqui, para nós, a função da norma seria evitar descasamento de variação de valor nominal em operações em que o CDCA ou CRA efetivamente espelha o crédito vinculado, não se aplicando, portanto, a operações em que o crédito vinculado é pulverizado e já nasce descasado economicamente do CDCA, como já visto e explicado acima. Ora, em uma situação de crédito pulverizado, nem se a Devedora tivesse todos os seus Contratos de Prestação de Serviço reajustados por IPCA, essa finalidade literal do artigo 42 seria atingida, já que os índices de correção partiriam de datas diferentes da data de início de correção do CDCA. Ou seja, economicamente falando, em uma securitização de créditos pulverizada, a função do

artigo 42 é inexistente.

7.2.3. Nessa toada, para nós, a melhor interpretação desse dispositivo é a de que: (a) tem aplicação obrigatória apenas para as emissões de LCA e de CRA; e (b) a aplicação para as emissões de CDCA somente será aplicável para os casos em que o lastro do CDCA seja relevante na decisão de investimento nesse título.

7.2.4. Isso porque, conforme exposto no item 3 acima, com base na Lei de Introdução e na melhor doutrina relacionada à aplicação e interpretação das normas, a interpretação da Lei 11.076 deve se atentar ao fato de que essa legislação foi criada para viabilizar o acesso ao crédito (oriundo do mercado de capitais) para as empresas do agronegócio, **considerando a sua realidade, que dificilmente corresponde às práticas do mercado de capitais.**

7.2.5. Dessa forma, em linha com a praxe do setor agroindustrial, é comum que emissores de CDCA tenham contratos cujo preço pactuado seja corrigido por: (a) outros índices de preços conhecidos do público em geral, mas que refletem a variação de preços do setor produtivo (como o IGP-M), índices específicos aplicados a commodities agrícolas (como variação do preço de soja por exemplo) ou ainda outros índices específicos e relevantes para a referida atividade do emissor do CDCA; ou (b) variação cambial. Por outro lado, no mercado de capitais, produtos de renda fixa atrelados à inflação costumam se basear no IPCA, representativo da variação de preços que atinge mais diretamente o consumidor.

7.2.6. Nesse sentido, interpretar que um emissor do CDCA deve necessariamente ter como lastro contratos ou títulos que tenham a mesma forma de atualização monetária aceita pelo mercado de capitais (o que não teria qualquer vantagem econômica, pois, como dito acima, ainda que o fossem os fluxos econômicos estariam descasados) faz com que sejam excluídos do âmbito do benefício da Lei 11.076 a maioria das empresas do agronegócio, em afronta ao que foi idealizado pelo legislador.

7.2.7. Adicionalmente, conforme exposto acima, no caso em discussão, tendo em vista que o risco de crédito dos CDCA é assumido pela Vamos, não haveria prejuízo diante de “descasamento” dos índices do lastro e do CDCA.

7.2.8. Outro ponto importante que deve ser levado em consideração ao intérprete da Lei 11.076 é que nem sempre o emissor do CDCA terá em sua carteira recebíveis com liquidação financeira ou ainda com fluxo previamente definido. É comum, por exemplo, que o emissor do CDCA tenha como recebível apto para lastrear suas emissões: (a) direitos creditórios a performar e cuja existência depende da efetiva prestação de serviços, por exemplo (a ser realizada conforme demanda do cliente e sem um fluxo previamente identificado); ou (b) direitos creditórios cuja liquidação se dê mediante a entrega de determinado produto físico, como por exemplo Cédulas de Produto Rural, emitidas nos termos da Lei 8.929, de 22 de agosto de 1994 (“Lei 8.929”), sendo um dos maiores exemplos os emissores de CDCA oriundos do mercado sucroalcooleiro que recebem cana-de-açúcar com o objetivo de transformá-lo em açúcar ou etanol.

7.2.8.1. Esse tipo de situação é bem comum no mercado do

agronegócio, sendo que em alguns casos, corresponde à maioria das operações, tendo em vista as peculiaridades do setor. Nesse caso, como exigir que um lastro com liquidação física por exemplo, tenha a mesma cláusula de atualização monetária do CDCA?

7.2.8.2. Ressalta-se que, por exemplo, o lastro com liquidação física é permitido nos termos do “Manual de Operações – Manutenção de Garantias” da B3, que é o manual operacional atualmente utilizado pela B3 para registro dos lastros do CDCA e da LCA (“Manual de Garantias”), que, inclusive, permite a inclusão de lastros com a liquidação física. Nos termos do item 3.3. do Manual de Garantias podem ser lastro de CDCA ou LCA os ativos abaixo<sup>[9]</sup>: (a) CCB – Cédula de Crédito Bancário; (b) CCE – Cédula de Crédito à Exportação; (c) CDB – Certificado de Depósito Bancário; (d) **CDA/WA – Certificado de Depósito Agropecuário/Warrant Agropecuário**; (e) CDCA Certificado de Direitos Creditórios do Agronegócio; (f) CMER – Contrato Mercantil; (g) **CPR – Cédula de Produto Rural**; (h) CRA – Certificado de Recebíveis do Agronegócio; (i) CRP – Cédula Rural Pignoratícia; (j) CRH – Cédula Rural Hipotecária; (k) CRPH – Cédula Rural Pignoratícia e Hipotecária; (l) CSEC – Crédito Securitizado; (m) DEB– Debêntures; (n) DI – Depósito Interfinanceiro; (o) NCR – Nota de Crédito Rural; (p) NCE – Nota de Crédito à Exportação; (q) TDA – Títulos da Dívida Agrária; (r) Ativos custodiados no SELIC.

7.2.8.3. Como pode ser observado acima, a B3 permite a inclusão como lastro de um CDCA títulos como CPR (que admite a sua liquidação física) e o CDA (que necessariamente é um título com liquidação física), sem fazer restrição em seu caderno de fórmulas ou em qualquer outro manual acerca de qualquer ponto relacionado à atualização desse lastro em comparação com o lastro do CDCA. E nem poderia ser diferente, tendo em vista que: (a) se o fizesse estaria restringindo ainda mais a utilização da Lei 11.076 pelas pessoas jurídicas do agronegócio alvo da Lei 11.076, tendo em vista que vários agentes do agronegócio usam sua produção física como forma de pagamento de suas obrigações; e (b) o próprio Parecer Exposição de Motivos já evidenciava essa possibilidade de lastro ao mencionar o CDA, conforme novamente transcrito abaixo:

*“Tais títulos – que doravante também poderão estar lastreados em Cédulas de Crédito Rural, Duplicatas e Notas Promissórias Rurais, contratos e nos futuros Certificados de Depósitos Agropecuários (CDA) e Warrant Agropecuário (WA) – representarão outro significado elo na cadeia produtiva do agronegócio constituindo-se na porta de entrada do segmento de mercado de capitais, quando certamente viabilizarão, por meio do afluxo de recursos e do incremento da concorrência, uma desejável e necessária queda dos juros praticados na ponta com o produtor rural”*

7.2.9. O exposto acima tem como objetivo demonstrar como a interpretação do artigo 42 da Lei 11.076 somente se aperfeiçoa quando se é feita considerando cumulativamente: (a) o tipo de emissor e da lógica operacional das suas atividades; (b) o objetivo da Lei 11.076, já mencionado anteriormente; e (c) o risco de crédito da operação.

7.2.9.1. Como é sabido, o CDCA, a LCA e o CRA, apesar de serem criados pela mesma legislação, diferem radicalmente em função do seu emissor principal.

7.2.9.2. Para cada emissor há elementos diferentes a serem considerados. Por exemplo, uma instituição financeira deve ter controle dos ativos e passivos das suas operações, em função do seu passivo sempre ser maior e de prazo mais curto que seus ativos (em proteção até mesmo dos clientes do banco).

7.2.9.3. Para uma companhia securitizadora, por razões ligadas à existência de patrimônio separado, é relevante que o fluxo das emissões de CRA esteja casado com o fluxo do seu lastro.

7.2.9.4. No entanto, para um emissor do CDCA (pessoa jurídica da cadeira do agronegócio) os elementos a serem considerados são completamente distintos do emissor de uma LCA ou de um emissor de CRA: o fluxo do lastro em relação ao fluxo de pagamento do CDCA é irrelevante para o emissor do CDCA, dado que o seu pagamento sempre será exigível, independentemente do comportamento dos direitos creditórios a ele vinculados.

7.2.9.5. Assim, para uma emissão de LCA e de CRA, o casamento dos fluxos constante sempre é importante, pois: (a) para uma LCA, o descasamento dos lastros aumenta o risco de descasamento entre ativos e passivos da instituição financeira o que não é aceitável do ponto de vista da regulação bancária; e (b) para o CRA, o descasamento entre os lastros resulta na impossibilidade de recebimento dos recursos pelos investidores, tendo em vista que nessas emissões, em regra, o patrimônio residual da securitizadora não responde por esse descasamento.

7.2.9.6. No entanto, para o CDCA isso não necessariamente ocorre. Pelo menos não quando se trata de créditos pulverizados vinculados à emissão do CDCA. Nessa situação, como já dito, economicamente falando, logo na partida já há um descasamento ainda que os índices de correção fossem os mesmos. Além disso, o descasamento entre o CDCA e o seu lastro tem exatamente o mesmo efeito se a empresa emitisse uma debênture, nota promissória, ou qualquer outro título que representasse uma dívida corporativa, ligada à capacidade de pagamento da companhia como um todo.

7.2.10. Nesse contexto, para nós, a melhor interpretação do artigo 42 para as emissões de CDCA com créditos pulverizados é a de que esse dispositivo não teria como se aplicar por razões de ordem prática e econômica, sendo, portanto, impossível de ser cumprida sem que se inviabilizassem inúmeras e legítimas operações lógicas e amparadas economicamente. Essa, a nosso ver, é a interpretação que mais se aproxima da intenção do legislador de fomentar crédito para o setor e considerando as dificuldades existentes (ou até mesmo a impossibilidade) para um emissor de CDCA com base em créditos pulverizados cumprir com esse artigo de forma mandatória.

7.2.11. E na presente Operação, considerando a situação financeira e operacional da Vamos em que: (a) o fluxo do lastro é irrelevante para avaliar a capacidade de pagamento da Vamos; e (b) o “casamento” obrigatório dos lastros geraria a imposição da atribuição de outro índice de remuneração dos CDCA e conseqüentemente dos CRA, inviabilizando a Operação sem

qualquer racional ou justificativa lógica ou econômica; para nós, não haveria que se falar na aplicação do artigo 42 da Lei 11.076.

## **8. CONCLUSÕES**

8.1. Diante do exposto acima, defende-se que:

(a) a Vamos, juntamente com as demais empresas do seu grupo econômico, exerce um papel fundamental ao agronegócio do País;

(b) a posição estratégica exercida pela Vamos em benefício do agronegócio somente é possível dada a possibilidade de utilização dos contratos com seus clientes de forma adequada à realidade do setor;

(c) não há como, quando se está lidando com uma pluralidade complexa de relações creditícias, tais como aquelas mantidas entre Vamos e seus clientes, manter o alinhamento pleno, linear, entre as taxas de desconto praticadas nos CDCA e nos Contratos de Prestação de Serviços, nem tampouco manter um perfeito alinhamento dos momentos de correção dos Contratos de Prestação de Serviços (sejam entre si ou com o CDCA);

(d) o objetivo da Lei 11.076 é o de ampliar a oferta de crédito (por meio do acesso ao mercado de capitais) para empresas que mantenham relação com produtores rurais, viabilizando uma “ponte” entre o mercado de capitais e os produtores rurais;

(e) dada a sua finalidade, a interpretação da Lei 11.076 deve se dar considerando, precipuamente -- e em detrimento de qualquer interpretação formalista -- seu aspecto teleológico;

(f) o Certificado de Direitos Creditórios do Agronegócio - CDCA é título de crédito nominativo, de livre negociação, representativo de promessa de pagamento em dinheiro e constitui título executivo extrajudicial e, como tal, representa o instrumento necessário ao exercício do direito literal e autônomo nele contido contra o seu emissor;

(g) a obrigação de pagar consubstanciada no CDCA não é afetada pela existência ou suficiência dos créditos do agronegócio inicialmente vinculados ao título e, na mesma linha, não existe obrigação legal para que os recursos advindos do pagamento dos créditos do agronegócio a ele vinculados sejam utilizados na amortização do CDCA;

(h) a exigibilidade da vinculação dos créditos do agronegócio em valor correspondente ao do CDCA mencionada no artigo 28 da Lei 11.076 deve ser verificada quando de sua emissão, enquanto tais direitos creditórios estejam vinculados ao CDCA como garantia, ou posteriormente, em termos a serem definidos no respectivo instrumento, para que seja evidenciado o vínculo da emissão com a cadeia agroindustrial e o produtor rural;

(i) a utilização do mesmo índice de correção monetária mencionada no artigo 42 da Lei 11.076: (i) tem aplicação obrigatória apenas para as emissões de LCA e de CRA; e (ii) não se aplicaria para as emissões de CDCA com créditos

pulverizados por questões de ordem práticas e econômicas e sem qualquer prejuízo aos investidores;

(j) a exigência para que se mantenha direitos creditórios vinculados a um CDCA em valor igual ou superior ao saldo do CDCA e/ou o mesmo índice de correção monetária para o CDCA e os direitos creditórios a ele vinculados traria limitações à possibilidade de financiamento de longo prazo no agronegócio, o que não estaria no melhor interesse do setor industrial mais importante do Brasil; e

(k) o prosseguimento da Operação com a estrutura ora proposta atende à finalidade da Lei 11.076 e não traz qualquer prejuízo aos investidores.

#### **IV. NOSSAS CONSIDERAÇÕES**

10. Iniciaremos nossa análise revisitando o arcabouço legal aplicável aos CDCA, conforme previsão constante da Lei nº 11.076/04.

11. Nesse sentido, cumpre primeiramente verificarmos o que consta do art. 23 da referida Lei, o qual instituiu o CDCA, a LCA e os CRA, explicitando, nos termos de seu § 1º, que *"Os títulos de crédito de que trata este artigo são vinculados a direitos creditórios originários de negócios realizados entre produtores rurais, ou suas cooperativas, e terceiros, inclusive financiamentos ou empréstimos, relacionados com a produção, a comercialização, o beneficiamento ou a industrialização de produtos ou insumos agropecuários ou de máquinas e implementos utilizados na atividade agropecuária."*

12. Verifica-se então que o requisito de vinculação a direitos creditórios do agronegócio, conforme definição constante do citado § 1º, aplica-se da mesma forma aos CDCA, às LCA e aos CRA, sem distinção.

13. O Caput do art. 24 da Lei nº 11.076/04 prevê que *"O Certificado de Direitos Creditórios do Agronegócio - CDCA é título de crédito nominativo, de livre negociação, representativo de promessa de pagamento em dinheiro e constitui título executivo extrajudicial"*, o que o torna devido pelo seu emissor independentemente do adimplemento dos créditos a ele vinculados.

14. O mesmo acontece com as LCA e os CRA, conforme previsão constante do Caput dos arts. 26 e 36 da mesma Lei:

*"Art. 26. A Letra de Crédito do Agronegócio - LCA é título de crédito nominativo, de livre negociação, representativo de promessa de pagamento em dinheiro e constitui título executivo extrajudicial."*

*"Art. 36. O Certificado de Recebíveis do Agronegócio - CRA é título de crédito nominativo, de livre negociação, representativo de promessa de pagamento em dinheiro e constitui título executivo extrajudicial."*

15. Portanto, diferentemente do que alegam os recorrentes, essa característica não diferencia esses 3 títulos. Cabe pontuar, no entanto, que, nos termos do art. 39 da Lei nº 11.076/04, *"As companhias securitizadoras de direitos creditórios do agronegócio **podem** instituir regime fiduciário sobre direitos creditórios oriundos do agronegócio, o qual será regido, no que couber, pelas disposições expressas nos [arts. 9º a 16 da Lei nº 9.514, de 20 de novembro de 1997](#)"*, regime esse que, se adotado, resultará na criação de um patrimônio separado para a emissão do CRA, do qual fará parte os direitos creditórios a ele

vinculados, não podendo ser esse patrimônio, em tese, alcançado por outras obrigações da securitizadora. Nada obstante, a adoção de tal regime se trata de opcionalidade das companhias securitizadoras, que de fato é muito utilizada na prática, porém não se conflita com a característica prevista pelo Caput do art. 36 da mencionada Lei, conforme expusemos acima.

16. O § 1º do art. 24 da Lei nº 11.076/04 prevê que "*O CDCA é de emissão exclusiva de cooperativas agropecuárias e de outras pessoas jurídicas que exerçam a atividade de comercialização, beneficiamento ou industrialização de produtos, insumos, máquinas e implementos agrícolas, pecuários, florestais, aquícolas e extrativos*", de onde se infere que o CDCA foi criado com o intuito de permitir que aqueles que se relacionam com os produtores rurais, como as cooperativas e as pessoas jurídicas citadas no dispositivo em questão, possam obter financiamento a partir da emissão de um título (o CDCA) vinculado aos direitos creditórios do agronegócio que possuam decorrentes dessa relação.

17. Ademais, o art. 28 da Lei nº 11.076/04 prevê que "*O valor do CDCA e da LCA não poderá exceder o valor total dos direitos creditórios do agronegócio a eles vinculados*", o que, a nosso ver, trata-se de regra a ser observada durante toda a vigência dos referidos títulos, não tendo o legislador delimitado sua aplicação apenas ao momento da emissão do CDCA e da LCA.

18. Tal entendimento parece ser corroborado pelo previsto nos arts. 32 e 34 da mesma Lei, nos seguintes termos:

*"Art. 32. O CDCA e a LCA conferem direito de penhor sobre os direitos creditórios a eles vinculados, independentemente de convenção, não se aplicando o disposto nos arts. 1.452, caput, e 1.453 da Lei nº 10.406, de 10 de janeiro de 2002 - Código Civil.*

*§ 1º A substituição dos direitos creditórios vinculados ao CDCA e à LCA, mediante acordo entre o emitente e o titular, importará na extinção do penhor sobre os direitos substituídos, constituindo-se automaticamente novo penhor sobre os direitos creditórios dados em substituição.*

*§ 2º Na hipótese de emissão de CDCA em série, o direito de penhor a que se refere o caput deste artigo incidirá sobre fração ideal do conjunto de direitos creditórios vinculados, proporcionalmente ao crédito do titular dos CDCA da mesma série.*

*(...)*

*Art. 34. Os direitos creditórios vinculados ao CDCA e à LCA não serão penhorados, sequestrados ou arrestados em decorrência de outras dívidas do emitente desses títulos, a quem caberá informar ao juízo, que tenha determinado tal medida, a respeito da vinculação de tais direitos aos respectivos títulos, sob pena de responder pelos prejuízos resultantes de sua omissão."*

19. Em nosso entendimento, ao prever que o valor do CDCA e da LCA não poderá exceder o valor total dos direitos creditórios do agronegócio a eles vinculados e que tais títulos conferem direito de penhor sobre os referidos direitos creditórios, o legislador teve o intuito de constituir para o CDCA e LCA uma garantia, tanto no que se refere ao valor emitido, quanto no que tange ao prazo de emissão. Não faria sentido prever em lei a constituição de uma garantia que pudesse, no momento seguinte à emissão, se exaurir, pelo fato de o prazo dos direitos creditórios vinculados serem inferiores ao prazo do CDCA ou LCA.



20. Sobre esse ponto, cumpre citar que, nos termos da Resolução nº 4.296/13 do Conselho Monetário Nacional - CMN, que dispõe sobre o registro da LCA e dos direitos creditórios a ela vinculados em sistemas de registro e de liquidação financeira de ativos autorizados pelo Bacen, prevê, no inciso II de seu art. 4º que "**A entidade responsável pelo sistema de registro e de liquidação financeira de ativos no qual estejam registrados a LCA e os direitos creditórios a ela vinculados deve: (...) verificar a suficiência, com relação ao valor nominal atualizado da LCA, do saldo ou valor nominal atualizado total dos direitos creditórios a ela vinculados, nos termos da legislação em vigor**", o que demonstra a necessidade de se manter direitos creditórios vinculados à LCA suficientes, ao longo de sua vigência, em linha com o nosso entendimento para a correta aplicação do disposto no art. 28 da Lei nº 11.076/04, dispositivo que se aplica aos CDCA e às LCA, não fazendo sentido diferenciar sua aplicação a depender do título emitido.

21. Nesse sentido, nos termos do Manual de Normas de LCA e CDCA da B3 S.A. (doc. 1328729), há a seguinte previsão:

***"Seção III - Da responsabilidade pela verificação e pela manutenção da suficiência do valor do(s) Direito(s) Creditório(s) constante(s) do Sistema do Segmento Cetip UTVM vinculado(s) a LCA ou a CDCA***

#### **Artigo 30**

*A verificação e a manutenção da suficiência do valor do(s) Direito(s) Creditório(s) constante(s) do Sistema do Segmento Cetip UTVM vinculado(s) a LCA ou a CDCA, **para efeito de cumprimento do estabelecido no Artigo 28 da Lei nº 11.076, de 30 de dezembro de 2004,** são de responsabilidade exclusiva do Emissor da LCA ou do Agente de Registro ou do Agente de Depósito do CDCA.*

#### **Artigo 31**

***Na hipótese de insuficiência do(s) Direito(s) Creditório(s) constante(s) do Sistema do Segmento Cetip UTVM vinculado(s) a LCA ou a CDCA, o Emissor da LCA ou o Agente de Registro ou o Agente de Depósito do CDCA deverá adotar providências para o tempestivo cumprimento do estabelecido no Artigo 28 da Lei nº 11.076, de 30 de dezembro de 2004, mediante:***

***I - vinculação de novo(s) Direito(s) Creditório(s) constante(s) do Sistema do Segmento Cetip UTVM à LCA ou ao CDCA(...); ou***

***II - liquidação antecipada da LCA ou do CDCA de modo a compatibilizar o seu valor ao valor do(s) Direito(s) Creditório(s) vinculado(s) remanescente(s).***

*Parágrafo único - A liquidação antecipada referida no inciso II do caput será registrada no Subsistema de Registro ou no Subsistema de Depósito Centralizado, conforme o caso, mediante Comando do Emissor da LCA ou do Agente de Registro ou do Agente de Depósito do CDCA, o qual assume integral responsabilidade pelos critérios utilizados na sua realização e na seleção dos investidores a serem resgatados.*

***Seção IV - Da liquidação antecipada de LCA ou de CDCA automaticamente gerada pelo Subsistema de Registro***

## **ou pelo Subsistema de Depósito Centralizado**

### **Artigo 32**

*A liquidação antecipada de LCA ou de CDCA será automaticamente gerada pelo Subsistema de Registro ou pelo Subsistema de Depósito Centralizado, conforme o caso, na ausência de vinculação de novo(s) Direito(s) Creditório(s) constante(s) do Sistema do Segmento Cetip UTVM até o dia útil anterior à data de vencimento do último Direito Creditório vinculado à LCA ou ao CDCA, observados o horário e os procedimentos estabelecidos no Regulamento do Segmento Cetip UTVM e as instruções operacionais constantes do Manual de Operações de Manutenção de Garantias.*

*Parágrafo único - Nas circunstâncias em que a data de vencimento da LCA ou do CDCA for superior à(s) data(s) de vencimento do(s) Direito(s) Creditório(s) constante(s) do Sistema do Segmento Cetip UTVM vinculado(s) em garantia, o campo "Liquidação Antecipada - Inexistência de Garantia", constante da tela de consulta das características da letra ou do certificado, permanecerá preenchido com "sim", indicando a possibilidade de a LCA ou o CDCA ser liquidado antecipadamente, de forma automática, na data de vencimento do Direito Creditório constante do Sistema do Segmento Cetip UTVM com prazo mais longo ou, conforme o caso, na data de vencimento do único Direito Creditório, caso não seja substituído na forma do caput." (grifos nossos)*

22. Verifica-se então que a própria B3 S.A., ao regulamentar internamente o registro das LCA, dos CDCA e dos direitos creditórios a eles vinculados, interpretou o art. 28 da Lei nº 11.076/04 em linha com o disposto na Resolução nº 4.296/13 do CMN, ressaltando a necessidade da manutenção da suficiência dos direitos creditórios lastro dos referidos títulos ao longo de sua vigência.

23. Ademais, a nosso ver, o § 1º do art. 32 da Lei nº 11.076/04, ao prever a possibilidade de substituição dos direitos creditórios vinculados ao CDCA ou à LCA, vinculando-a ao acordo entre o emitente e o titular, além de dar ao emissor dos referidos títulos o ferramental necessário fazer a troca dos direitos creditórios que porventura estejam perto do vencimento, de modo que se possa manter o valor do conjunto de direitos creditórios vinculados no mínimo equivalente ao valor dos CDCA ou LCA, observando-se assim o disposto no art. 28 da mesma Lei, demonstra a importância da concordância do titular desses títulos com esse proceder, uma vez que tais direitos creditórios constituem garantia que lhe beneficia.

24. O procedimento de substituição dos direitos creditórios vinculados ao CDCA e à LCA previsto pelo § 1º do art. 32 da Lei nº 11.076/04 teria em tese natureza similar ao procedimento de revolvência previsto para os CRA, nos termos do art. 7º da Instrução CVM nº 600/18[10].

25. Cumpre mencionar que o art. 28 da Lei nº 11.076/04 não se aplica aos CRA, portanto não há requisito legal que imponha expressamente que os direitos creditórios vinculados aos CRA tenham valor no mínimo equivalente ao valor da emissão do referido título. Apesar disso, nunca se cogitou que o tratamento pudesse ser diferente, devendo o CRA sempre estar vinculado a direitos creditórios suficientes em termos de valor e prazo. A flexibilidade trazida pela possibilidade de revolvência trata do descasamento entre o prazo dos direitos creditórios e o prazo do CRA, sem que haja qualquer possibilidade dentro do procedimento previsto na

Instrução CVM nº 600/18 para que os direitos creditórios, ou os recursos dele provenientes (em conjunto, o lastro do CRA), possam, em algum momento durante a vigência do CRA, ter valor inferior ao valor do CRA.

26. No que se refere ao regramento do CDCA e da LCA, devendo tais títulos observar as mesmas regras de vinculação dos CRA (§ 1º do art. 23 da Lei nº 11.076/04), e recaindo sobre eles dispositivos legais que conferem mais rigidez ao lastro, como o art. 28 da referida Lei, havendo a previsão, ainda, da constituição do penhor e da possibilidade de substituição dos direitos creditórios vinculados, ambos previstos pelo art. 32 da mesma Lei, não nos parece fazer sentido que a CVM possa ter entendimento mais flexível com relação ao CDCA quando comparado ao entendimento que tem a respeito do CRA, de modo que, se o lastro do CRA deve ser suficiente durante toda a sua vigência, o mesmo deveria valer também para o CDCA.

27. Cabe pontuar ainda que, nos termos do inciso I do § 1º do art. 25 e do inciso I do § 1º do art. 27, ambos da Lei nº 11.076/04, dispositivos que se aplicam respectivamente ao CDCA e à LCA, os direitos creditórios vinculados ao CDCA e à LCA(...) *serão registrados ou depositados em entidade autorizada pelo Banco Central do Brasil ou pela Comissão de Valores Mobiliários a exercer a atividade de registro ou de depósito centralizado de ativos financeiros e de valores mobiliários*", requisito que, em nosso entendimento, reforça a importância que o legislador resolveu dar às garantias do CDCA e da LCA, de modo que haja maior transparência e segurança com relação ao lastro desses títulos.

28. Quanto à previsão constante do art. 42 da Lei nº 11.076/04, de que "*O CDCA, a LCA e o CRA poderão conter cláusula expressa de variação do seu valor nominal, desde que seja a mesma dos direitos creditórios a eles vinculados*", entendemos que a função precípua deste dispositivo é de garantir que o valor dos direitos creditórios vinculados acompanhem o valor atualizado do CDCA, da LCA ou do CRA, após a emissão, sem que haja descolamento entre o título e seu lastro, o que representaria um risco que o legislador resolveu não permitir. Dessa forma, entendemos que, em sendo o CDCA, a LCA ou o CRA lastreados em direitos creditórios pulverizados e com diferentes índices de atualização de valor nominal, seria razoável e proporcional admitir o cumprimento ao dispositivo em questão com base na adoção de procedimentos de verificação e controle do lastro (com a substituição dos direitos creditórios quando necessário) para que, ao menos nas datas em que o valor nominal do CDCA, da LCA ou do CRA tiver que ser atualizado, haja garantia de que seu lastro tem valor no mínimo equivalente aos dos referidos títulos.

29. Voltando ao caso concreto, verifica-se que os contratos que constituem o lastro dos CDCA da presente emissão possuem prazo médio de 60 meses, ou seja, de 5 anos, enquanto que um dos CDCA terá prazo de 10 anos e o outro de 15 anos, sem que os mecanismos de substituição dos direitos creditórios previstos nas minutas de CDCA encaminhadas sejam suficientes para manter o valor dos referidos direitos creditórios ao menos igual ao valor atualizado dos CDCA ao longo de toda a sua vigência. Tais mecanismos, conforme expostos nos itens 7.1.14 e seguintes do Recurso, têm o condão apenas de garantir que os contratos vinculados originalmente aos CDCA performem, no mínimo, o valor nominal dos CDCA na data de sua emissão.

30. Além de acreditarmos, com base no acima exposto, que essa característica da Oferta não se coaduna com a regulamentação aplicável, cumpre citar que a Devedora poderia realizar a mesma captação de recursos cedendo os direitos creditórios que serão vinculados aos CDCA diretamente à Securitizadora para que esta os vincule aos CRA. Nessa hipótese, a emissão só seria possível se contasse com o procedimento de revolvência, de modo que houvesse, ao final do

prazo dos contratos lastro da operação, a substituição por outros contratos, mantendo sempre o lastro dos CRA suficiente em termos de valor ao longo de sua vigência.

31. Não nos parece razoável admitir que, de posse dos mesmos direitos creditórios, possa a Devedora realizar operação em que ficaria desobrigada de manter o volume de contratos lastro suficiente ao longo da vigência dos CRA, simplesmente pelo fato de o CDCA (lastro direto dos CRA) ser um título devido pela Devedora independentemente do pagamento dos direitos creditórios a ele vinculados. Ressaltam ainda os recorrentes, sobre esse tema, que a Devedora é uma companhia robusta, de modo que os investidores não estariam interessados nos contratos lastro dos CDCA, importando-se apenas com a adimplência do CDCA pela Devedora.

32. Sobre esse ponto, ressaltamos nosso entendimento de que, apesar de no caso concreto isso possa de fato acontecer, em outras situações onde a devedora do CDCA tenha um risco de crédito mais alto, pode ser relevante para o investidor a suficiência dos direitos creditórios que constituem seu lastro, não cabendo à CVM aplicar a regulamentação vigente de forma diversa a depender de cada situação, se tal diferenciação não encontra amparo na própria legislação, de modo que o regramento vigente deve ser aplicado pela CVM de maneira estrita e dentro das balizas impostas pela legislação.

33. Voltando ao caso concreto, os recorrentes comentam que a estrutura proposta para a presente operação já foi observada em outras operações recentes, sem que o tema em tela tenha sido enfrentado. Sobre esse ponto, cumpre mencionar que nas operações recentes de emissão de CRA com lastro em CDCA cujo pedido de registro foi analisado por esta área técnica, não havia, de fato, um olhar detido para o lastro do CDCA, de modo que se focou a análise no lastro do CRA. Ocorre que, no âmbito do Plano Bial de Supervisão Baseada em Risco da SRE (2019-2020), supervisionamos algumas emissões de CRA realizadas ao amparo da Instrução CVM nº 476/09, com ênfase no lastro dessas operações, dentre as quais foi selecionada uma emissão de CRA com estrutura similar à presente e, nessa análise, como havia ênfase no lastro, foi identificada a mesma incongruência com a legislação que se coloca no presente caso, de modo que, a partir desse momento, passamos a incluir esse enfoque em nossas análises realizadas no âmbito das ofertas de CRA distribuídas nos termos da Instrução CVM nº 400/03.

34. Dito isso, e tendo em vista as considerações acima elencadas, reiteramos nosso entendimento, manifestado por meio da exigência 3.8.24 do Ofício nº 396/2021/CVM/SRE/GER-1, de que a presente operação, para atender conjuntamente aos requisitos previstos nos arts. 28 e 42 da Lei 11.076, deve apresentar mecanismos de reforço e complementação e/ou substituição dos créditos lastro dos CDCA previstos em sua documentação que deverão ser acionados em periodicidade no mínimo equivalente àquela prevista para a atualização do valor nominal dos CDCA e deverão ser capazes de reforçar ou complementar tais créditos fazendo com que o valor nominal deles se mantenha maior ou igual ao valor nominal atualizado dos CDCA ao longo do tempo.

35. Por fim, cumpre mencionar que a presente análise não teve o condão de fazer qualquer juízo de valor a respeito da importância da Devedora na cadeira produtiva do agronegócio ou do eventual estímulo ao desenvolvimento desse setor que a maior capacidade de financiamento da Devedora possa gerar, tendo focado estritamente nos dispositivos legais como se encontram dispostos no regramento vigente e na melhor interpretação que a eles pode ser dada em sua leitura conjunta, se pautando pelos princípios da razoabilidade e proporcionalidade. Havendo mérito nessas questões trazidas no Recurso, caberia apenas ao legislador

alterar o regramento vigente de modo a abarcar a estrutura de financiamento que a Devedora pretende adotar.

## **V. CONCLUSÃO**

36. Diante de todo o exposto, propomos o encaminhamento do presente Processo ao SGE, solicitando que o mesmo seja submetido à apreciação do Colegiado da CVM, tendo como relatores a SRE/GER-1 e a SSE, salientando nosso entendimento de que a exigência 3.8.24 do Ofício nº 396/2021/CVM/SRE/GER-1 deve ser mantida, ou seja, para que a presente operação atenda conjuntamente aos requisitos previstos nos arts. 28 e 42 da Lei 11.076, os mecanismos de reforço e complementação e/ou substituição dos créditos lastro dos CDCA previstos na documentação deverão ser aprimorados de modo a: (i) serem acionados em periodicidade no mínimo equivalente àquela prevista para a atualização do valor nominal dos CDCA; e (ii) serem capazes de reforçar ou complementar tais créditos fazendo com que o valor nominal deles se mantenha maior ou igual ao valor nominal atualizado dos CDCA ao longo do tempo.

---

[1] Conforme ofertas públicas registradas pela CVM sob os n.º CVM/SRE/CRA/2019/020 e CVM/SRE/CRA/2019/021 (JSL); CVM/SRE/CRA/2019/032 e CVM/SRE/CRA/2019/033 (Vamos); e CVM/SRE/CRA/2019/030 (Unidas Agro).

[2] Cópia integral dos Contratos de Prestação de Serviços que deverão compor o CDCA I e CDCA II foram apresentados à CVM, em caráter de confidencialidade, em 22 de junho de 2021, sob protocolo n. 000478.0057246/2021.

[3] MAXIMILIANO, Carlos. *Hermenêutica e Aplicação do Direito*. 20ª ed. Rio de Janeiro: Forense, 2011, p. 124 e 125 – grifamos.

[4] O trecho do voto do Ex-Diretor da CVM Otavio Yazbek ainda trazia uma nota de rodapé reforçando o argumento da interpretação dos dispositivos legais, conforme transcrito a seguir: *“Quanto às posições consolidadas acerca do caráter excepcional das normas que estabelecem formas obrigatórias para determinados tipos de negócios, cf. as considerações de Pietro Perlingieri, Forma dei Negozi e Formalismo degli Interpreti, Napoli: Edizioni Scientifiche Italiane, 1987, pp. 30 e ss. É importante destacar que o autor não limita a discussão aos tradicionais argumentos sobre a prevalência da autonomia privada, levando-a para o campo de uma interpretação sistemática e axiológica do sistema jurídico (com foco, no caso da sua análise, em um controle de legitimidade 3/4 constitucional). Cf., para este último ponto, pp. 117 e ss. E este último ponto, aliás, é o que me parece reforçar a interpretação que ora adoto, coerente com a dinâmica da securitização e as necessidades do agronegócio.”*

[5] “Art. 28. O valor do CDCA e da LCA não poderá exceder o valor total dos direitos creditórios do agronegócio a eles vinculados.”

[6] MAXIMILIANO, Carlos. *Hermenêutica e Aplicação do Direito*. 20ª ed. Rio de Janeiro: Forense, 2011, p. 201 – grifamos.

[7] Apenas para exemplificar é bem comum que a relação de um produtor rural com um emissor de CDCA seja decorrente de um lastro com liquidação física, como é o caso dos emitentes de CDCA que são credores de cédulas de produto rurais com liquidação física.

[8] A título exemplificativo e apenas para ilustrar como o agronegócio é complexo e demanda uma interpretação da norma considerando o seu caráter prático e

finalística. Imagine a situação de uma usina de açúcar e álcool, por exemplo, que necessita de cana-de-açúcar para produzir sua principal produção, açúcar ou etanol, e que é titular de uma Cédula de Produto Rural com liquidação física (CPR). Se vincular essa CPR num CDCA a lógica operacional da usina seria o de receber a cana-de-açúcar objeto da CPR, transforma-la em açúcar ou etanol e posterior efetuar a comercialização do produto final. Se for exigido, quando do vencimento da CPR, novos direitos creditórios por conta do aumento do valor do CDCA, estar-se-ia obrigando ao emitente do CDCA a adquirir nova produção da cana-de-açúcar que pode: (a) não estar disponível naquele momento no mercado inviabilizando a recomposição e sujeitando ao vencimento antecipado do título; (b) pode ter condições desfavoráveis para a sua aquisição naquele momento onerando em demasia o emissor do CDCA; e/ou (c) não ter utilização útil para o emissor do CDCA nas situações em que a sua indústria não consiga absorver essa produção adicional de cana-de-açúcar. Essa interpretação não pode prosperar dado que: (a) viola o princípio da continuidade dos negócios jurídicos, consagrado pelo Código Civil brasileiro pois aumenta o risco de vencimento antecipado da relação jurídica; (b) é inconstitucional tendo em vista que obriga ao emissor do CDCA ir ao mercado e contratar novos negócios com o produtor rural; (c) viola o objetivo do legislador da Lei 11.076 tendo em vista que cria um título em que impõe ônus desproporcional e incerto ao emissor do CDCA na utilização desse título e que ainda dificulta a realização de operações inclusive de longo prazo; (d) viola a expectativa de um investidor racional do mercado de capitais, pois poderá estar sujeito a ter o seu horizonte de investimento frustrado (com consequências fiscais, inclusive); e (e) aumenta o risco de crédito da operação pois o pré-pagamento de forma antecipada pode prejudicar a capacidade de pagamento do emissor do CDCA.

[\[9\]](#) O item 6.2. do Manual de Garantias divide dentre os ativos do item 3.3., quais podem ser vinculados a um CDCA e quais podem ser vinculados a uma LCA, sendo certo que esse item 6.2. mantém expressamente a CPR e o CDA como elegíveis a serem utilizados como lastro de emissões de CDCA.

[\[10\]](#) "Art. 7º É permitida a revolvência nas situações em que o ciclo de plantação, desenvolvimento, colheita e comercialização dos produtos e insumos agropecuários vinculados ao CRA não permita que, na sua emissão, sejam vinculados direitos creditórios com prazos compatíveis ao vencimento do certificado.

§ 1º Para fins desta Instrução, considera-se revolvência a aquisição de novos direitos creditórios do agronegócio com a utilização dos recursos provenientes do pagamento dos direitos creditórios originais vinculados à emissão.

§ 2º O termo de securitização deve estabelecer prazo máximo entre o efetivo recebimento dos recursos e a nova aquisição de direitos creditórios pela companhia securitizadora, nos termos do § 1º.

§ 3º Os novos direitos creditórios adquiridos na forma prevista no § 1º devem atender aos critérios de elegibilidade previamente estabelecidos no termo de securitização.

§ 4º O montante total dos direitos creditórios vinculados ao CRA deve ser compatível com o pagamento da remuneração e amortização previstas para a emissão.

§ 5º Os recursos referidos no § 1º, enquanto não utilizados para a aquisição de novos direitos creditórios, somente podem ser utilizados para aplicação em títulos públicos federais, operações compromissadas com lastro em títulos públicos federais ou em cotas de fundos de investimento classificados nas categorias "Renda Fixa - Curto Prazo" ou "Renda Fixa - Simples", nos termos da

regulamentação específica.

§ 6º A parcela de recursos oriundos do pagamento dos respectivos direitos creditórios do agronegócio não utilizada, dentro do prazo máximo a que se refere o § 2º deste artigo, na aquisição de novos direitos creditórios do agronegócio, deve ser imediatamente utilizada na amortização ou no resgate dos CRA.

§ 7º O agente fiduciário deve verificar o adequado atendimento, pela emissora, dos critérios de elegibilidade estabelecidos no termo de securitização, conforme disposto no § 3º.

§ 8º O termo de securitização deve indicar os procedimentos a serem adotados pelo agente fiduciário em caso de não atendimento da obrigação prevista no § 6º.

§ 9º A companhia securitizadora deve aditar o termo de securitização de forma a vincular os novos direitos creditórios do agronegócio adquiridos à emissão, em até 45 (quarenta e cinco) dias da data da aquisição dos direitos."

Atenciosamente,

RAUL DE CAMPOS CORDEIRO

Gerente de Registros-1

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

Atenciosamente,

LUIS MIGUEL R. SONO

BRUNO DE

FREITAS GOMES

Superintendente de Registro de Valores Mobiliários  
Superintendente de Supervisão de Securitização

Ciente.

À EXE, para providências exigíveis.

ALEXANDRE PINHEIRO DOS SANTOS

Superintendente Geral



Documento assinado eletronicamente por **Raul de Campos Cordeiro, Gerente**, em 31/08/2021, às 17:23, com fundamento no art. 6º do Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015.



Documento assinado eletronicamente por **Luis Miguel Jacinto Mateus Rodrigues Sono, Superintendente de Registro**, em 31/08/2021, às 17:33, 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 31/08/2021, às 17:35, com fundamento no art. 6º do Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015.

---



Documento assinado eletronicamente por **Alexandre Pinheiro dos Santos, Superintendente Geral**, em 31/08/2021, às 19:40, 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](https://sei.cvm.gov.br/conferir_autenticidade), informando o código verificador **1336317** e o código CRC **8621DDAA**.

*This document's authenticity can be verified by accessing [https://sei.cvm.gov.br/conferir\\_autenticidade](https://sei.cvm.gov.br/conferir_autenticidade), and typing the "Código Verificador" **1336317** and the "Código CRC" **8621DDAA**.*

---

---

**Referência:** Processo nº 19957.003851/2021-76

Documento SEI nº 1336317